

5

**ANALISIS FAKTOR-FAKTOR YANG  
MEMPENGARUHI *PRICE EARNING RATIO*  
SAHAM PERUSAHAAN MANUFAKTUR DI  
BURSA EFEK JAKARTA**



TESIS

Diajukan untuk memenuhi sebagian syarat guna  
Memperoleh derajat sarjana S-2 Magister Manajemen  
Program Studi Magister Manajemen Universitas Diponegoro

Oleh:  
**Harry Candra Pambangun**  
**NIM C4A099360**

**PROGRAM STUDI MAGISTER MANAJEMEN  
PROGRAM PASCA SARJANA  
UNIVERSITAS DIPONEGORO SEMARANG  
2001**

UPT-PUSTAKA-UNDIP



### ***SERTIFIKASI***

Saya, Harry Candra Pambangun, yang bertanda tangan dibawah ini menyatakan bahwa tesis yang saya ajukan ini adalah hasil karya saya sendiri yang belum pernah disampaikan untuk mendapatkan gelar pada program magister manajemen ini ataupun pada program lainnya. Karya ini adalah milik saya, karena itu pertanggungjawabannya sepenuhnya berada di pundak saya.

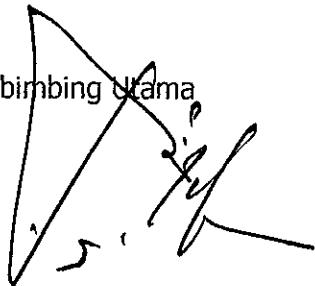
Harry Candra Pambangun  
NIM C4A099360

## PENGESAHAN TESIS

Yang bertanda tangan di bawah ini menyatakan bahwa tesis berjudul:  
**ANALISIS FAKTOR-FAKTOR YANG MEMPENGARUHI  
PRICE EARNING RATIO SAHAM PERUSAHAAN  
MANUFAKTUR DI BURSA EFEK JAKARTA**

yang disusun oleh Harry Candra Pambangun, NIM C4A099360  
telah dipertahankan di depan Dewan Penguji pada tanggal 27 September 2001  
dan dinyatakan telah memenuhi syarat untuk diterima

Pembimbing Utama



Dr. H.M. Chabachib, Msi, Akt

Pembimbing Anggota



Drs. Anis Charirie, Mcom, Akt

Semarang 27 September 2001  
Universitas Diponegoro  
Program Pascasarjana  
Program Studi Magister Manajemen  
Ketua Program



Prof. Dr. Suyudi Mangunwihardjo

## **ABSTRACT**

The most popular model in fundamental analysis to assess the value of common stock is a price earning ratio, abbreviated as P/E Ratio. P/E Ratio is part of the everyday vocabulary of stock market investors. P/E Ratio shows how much investors are willing to pay per rupiah of reported profits. By the same token, financial managers celebrate if the firm's stock sells at high P/E, since a high P/E Ratio shows that investors think that the firm has good growth opportunities (high PVGO) which in turn means its earnings are relatively safe and merit a low capitalization rate. So, factors determining of P/E Ratio become very important and very interesting to learn and have important means to investors in making investment decision.

The current research is aimed at analysing factors influencing P/E Ratio of manufacturing companies listed in the Jakarta Stock Exchanges. Those factors could be profit growth, leverage, asset turn over, profit margin and company size. Samples used in this research consisted on 44 companies which were observed cross-sectionally using data of the period 1999. Data was analysed using multiple regression to test the effect of independent variables on dependent variables. F-test and t-test was employed to test the hypothesis with 5% level of significant.

The result of investigation showed that not all independent variables influences significantly on P/E Ratio. Only 4 independent variables namely profit margin, leverage, asset turn over and company size. Profit growth did not affect significantly the P/E Ratio. This might be due to the fact that investor does not see profit growth as an important aspect in making investment decision. Lastly, the evidence shows that the prediction power of regression model is 53.3%.

## ABSTRAKSI

Model yang paling populer di dalam analisis fundamental di dalam melakukan penilaian harga saham adalah *price earning ratio*, yang disingkat *P/E Ratio*. *P/E Ratio* merupakan bagian dari perbendaharaan kita sehari-hari dari para penanam modal di pasar modal. *P/E Ratio* menunjukkan berapa banyak investor bersedia membayar per rupiah dari laba yang dilaporkan. Lagi pula biasanya manajer keuangan gembira apabila saham dari perusahaan terjual dengan suatu *P/E* yang tinggi, dimana *P/E Ratio* yang tinggi menunjukkan bahwa para investor berpikir bahwa perusahaan mempunyai kesempatan pertumbuhan yang baik (PVGO yang tinggi), yang berarti bahwa pendapatannya relatif terjamin dan pantas menerima suatu tingkat kapitalisasi yang rendah ( $r$  yang rendah). Oleh karena itu faktor-faktor apa yang mempengaruhi *P/E Ratio* menjadi sangat penting dan menarik untuk diteliti dan mempunyai arti yang penting bagi investor di dalam pengambilan keputusan investasinya.

Tujuan dari penelitian ini adalah untuk menganalisis faktor-faktor yang mempengaruhi *P/E Ratio* dari perusahaan-perusahaan manufaktur yang tercatat di Bursa Efek Jakarta. Faktor-faktor tersebut adalah pertumbuhan laba, *leverage*, perputaran aktiva, *profit margin*, dan ukuran perusahaan. Sampel yang digunakan dalam penelitian ini terdiri dari 44 perusahaan yang diamati secara *crossection* dengan menggunakan data pada periode tahun 1999. Data dianalisis dengan menggunakan regresi berganda untuk menguji pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen. Pengujian hipotesis menggunakan F-test dan t-test dengan tingkat signifikansi sebesar 5%.

Hasil penelitian menunjukkan bahwa tidak semua variabel independen berpengaruh secara signifikan terhadap *P/E Ratio*. Hanya 4 variabel independen yang berpengaruh secara signifikan terhadap *P/E Ratio* yaitu *profit margin*, *leverage*, perputaran aktiva dan ukuran perusahaan. Sedangkan pertumbuhan laba tidak berpengaruh secara signifikan terhadap *P/E Ratio*. Hal ini mungkin disebabkan karena investor tidak memandang pertumbuhan laba sebagai aspek yang penting di dalam keputusan investasi. Akhirnya dari hasil analisa menunjukkan bahwa kemampuan model regresi untuk memprediksi adalah sebesar 53,3%.

## **KATA PENGANTAR**

Dengan mengucapkan puji dan syukur, penulis panjatkan kehadiran Allah SWT karena berkat rahmat dan karunia-Nya penulis dapat menyelesaikan tesis guna memenuhi salah satu syarat untuk menyelesaikan pendidikan pada Program Studi Magister Manajemen Universitas Diponegoro.

Penulis menyadari bahwa tesis ini dapat selesai bukan semata-mata oleh kemampuan penulis saja, melainkan adanya bimbingan seta bantuan dari berbagai pihak, penulis tidak mungkin melunasi hutang budi penulis kepada mereka semua. Hanya lah perasaan syukur dan terima kasih yang tidak terhingga yang sekarang mampu penulis persembahkan kepada mereka semua.

Pada kesempatan ini penulis ingin menyampaikan ucapan terima kasih kepada berbagai pihak yang telah membantu proses penyelesaian tesis ini khususnya dan juga selama menempuh pendidikan di Magister Manajemen UNDIP, yaitu :

1. Bapak dan Ibu yang telah memberikan andil besar, baik dalam doa, nasehat maupun dorongan kepada penulis baik selama perkuliahan maupun selama penulisan tesis ini.
2. Prof. Dr. Suyudi Mangunwihardjo selaku Direktur Program Studi Magister Manajemen Universitas Diponegoro.
3. Dr. H.M. Chabachib, Msi, Akt selaku pembimbing utama yang selalu membimbing, memberi petunjuk, dan mengarahkan saya selama penyusunan tesis ini.

4. Drs. Anis Charirie, Mcom, Akt selaku pembimbing anggota yang telah meluangkan waktunya untuk memberikan petunjuk teknis serta memberi kritik dan saran pada tesis ini.
5. Pengelola, staf pengajar, staf administrasi serta karyawan Program Magister Manajemen UNDIP yang telah memberikan sumbangsihnya.
6. Kakak dan adik-adikku yang telah memberikan semangat dan dorongan dalam pembuatan tesis ini.
7. Didik, Agung, Wahyu "coy", Nengah, Nia, Domiri dan Awan yang telah banyak membantu dalam memberikan saran, kritik dan nasehat dalam pembuatan tesis ini.
8. Teman-teman angkatan XII atas semua kebersamaan dan kenangan indah yang penulis alami selama menempuh pendidikan di Magister Manajemen UNDIP.
9. Pihak-pihak lain yang tidak dapat disebutkan satu persatu.

Akhirnya penulis berharap, agar tesis ini dapat berguna bagi pihak-pihak yang berkepentingan.

Semarang, 27 September 2001

Penulis

## DAFTAR ISI

	Halaman
Halaman Judul .....	i
Halaman Sertifikasi .....	ii
Halaman Pengesahan.....	iii
Abstract.....	iv
Abstraksi.....	v
Kata Pengantar.....	vi
Daftar Tabel.....	xi
Daftar Gambar .....	xii
Daftar Lampiran	
<b>BAB I PENDAHULUAN</b>	
1.1 Latar Belakang Masalah.....	1
1.2 Perumusan Masalah .....	6
1.3 Tujuan Dan Manfaat Penelitian.....	9
<b>BAB II TELAAH PUSTAKA DAN PENGEMBANGAN MODEL</b>	
2.1 Telaah Pustaka.....	11
2.1.1 Model Penilaian Saham .....	11
2.1.1.1 <i>Discounted Cash Flow Models</i> .....	11
2.1.1.2 <i>Price Earning Ratio (P/E Ratio)</i> .....	13
2.1.3 Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi <i>P/E Ratio</i> .....	16
2.1.3 Faktor-Faktor Tambahan.....	21
2.2 Penelitian-Penelitian Terdahulu .....	22
2.3 Kerangka Pemikiran Teoritis dan Hipotesa .....	32
2.3.1 Kerangka Pemikiran Teoritis .....	32
2.3.1.1 Hubungan Tingkat Pertumbuhan Laba Dengan <i>P/E Ratio</i> .....	32



2.3.1.2	Hubungan <i>Profit Margin</i> Dengan <i>P/E Ratio</i> .....	33
2.3.1.3	Hubungan <i>Leverage</i> Dengan <i>P/E Ratio</i> .....	33
2.3.1.4	Hubungan Perputaran aktiva Dengan <i>P/E Ratio</i> .....	34
2.3.1.5	Hubungan Ukuran Perusahaan Dengan <i>P/E Ratio</i> .....	34
2.3.2	Hipotesis .....	37
2.4	Definisi Operasional Variabel .....	38

### **BAB III METODE PENELITIAN**

3.1	Jenis dan Sumber Data.....	41
3.2	Populasi dan Penentuan Sampel .....	41
3.3	Prosedur Pengumpulan Data.....	42
3.4	Teknik Analisis.....	42
3.5	Kriteria Ekonometrika ( <i>Second Order Test</i> ).....	44

### **BAB IV HASIL DAN PEMBAHASAN**

4.1	Gambaran Umum Obyek Penelitian.....	49
4.1.1	Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Jakarta .....	49
4.2	Proses dan Hasil Analisis.....	52
4.2.1	Kriteria Ekonometrika ( <i>Second Order Test</i> ) .....	52
4.2.1.1	Uji Normalitas Data.....	54
4.2.1.2	Uji Multikolinearitas.....	56
4.2.1.3	Uji Heteroskedastisitas .....	57
4.2.3	Pengujian Hipotesis .....	60
4.2.3.1	Pengujian Hipotesis Pertama.....	61
4.2.3.2	Pengujian Hipotesis Kedua.....	62
4.2.3.3	Pengujian Hipotesis Ketiga.....	62
4.2.3.4	Pengujian Hipotesis Keempat .....	63
4.2.3.5	Pengujian Hipotesis Kelima .....	63
4.2.3.6	Pengujian Hipotesis Keenam .....	64

4.3	Pembahasan .....	65
4.3.1	Variabel gEPS (Pertumbuhan Laba).....	65
4.3.2	Variabel <i>Leverage</i> .....	66
4.3.3	Variabel ATO ( <i>Asset turn over</i> ) dan PM ( <i>Profit Margin</i> ).....	67
4.3.4	Variabel SIZE (Ukuran Perusahaan).....	70

## **BAB V KESIMPULAN DAN IMPLIKASI KEBIJAKAN**

5.1	Kesimpulan .....	71
5.2	Implikasi Hasil Penelitian .....	73
5.3	Keterbatasan Penelitian .....	73
5.4	Saran .....	74

## **DAFTAR PUSTAKA**

## **LAMPIRAN**

## DAFTAR TABEL

	<b>Halaman</b>
Tabel 1.1 Daftar P/E Ratio Saham-Saham Perusahaan Manufaktur (Yang Menjadi Populasi Penelitian) Per Tanggal 31 Desember Tahun 1997-1999.....	4
Tabel 1.2. Perusahaan Manufaktur (Yang Menjadi Sampel Penelitian) Yang Mempunyai P/E Ratio di Atas Rata-Rata Per Tanggal 31 Desember Tahun 1999 .....	5
Tabel 2.1 Ringkasan Penelitian-penelitian Terdahulu .....	30
Tabel 2.2 Jenis Variabel Penelitian, Indikator, Skala Dan Pengukuran .....	38
Tabel 4.1 Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Jakarta .....	49
Tabel 4.2 Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Jakarta Yang Menjadi Sampel Dalam Penelitian .....	51
Tabel 4.3 Hasil Uji <i>Kolmogorov Smirnov</i> Satu Arah.....	55
Tabel 4.4 Koefisien Korelasi Masing-Masing Variabel Bebas.....	56
Tabel 4.5 Hasil Uji Multikolinearitas .....	57
Tabel 4.6 Hasil Analisis Regresi Berganda .....	60

## DAFTAR GAMBAR

	Halaman
Gambar 2.1 Kerangka Pemikiran Teoritis.....	37
Gambar 4.1 Hasil Analisis Grafik Uji Normalitas.....	54
Gambar 4.2 Hasil Analisis Grafik Uji Heteroskedastisitas .....	58

# BAB I

## PENDAHULUAN

### 1.1 Latar Belakang Masalah

Baru-baru ini model penilaian saham dengan menggunakan pendekatan *earning multiplier/ Price Earning Ratio* (yang kemudian disingkat *P/E Ratio*) lebih populer diantara para investor dan analis. Hal ini karena model ini kelihatan menjadi model yang paling sempurna diantara model penilaian saham yang lain (Asri dan Heveadi, 1999). Dibandingkan dengan metode berdasarkan arus kas, metode ini mempunyai kelebihan, antara lain karena kemudahan dan kepraktisan dan adanya standar yang memudahkan pemodal untuk melakukan perbandingan penilaian terhadap perusahaan yang lain pada industri yang sama (Sartono dan Munir, 1997).

*P/E Ratio* dinyatakan sebagai perbandingan dari harga per lembar saham dengan pendapatan per lembar saham tersebut. Semakin tinggi *P/E Ratio* saham suatu perusahaan maka semakin tinggi harga per saham tersebut dibandingkan pendapatan tiap lembar sahamnya. Hal ini menunjukkan semakin tinggi minat para investor untuk memiliki saham tersebut. *P/E Ratio* juga merupakan cerminan dari keberanian investor untuk membayar setiap rupiah harga saham untuk setiap rupiah laba yang dihasilkan saham tersebut. Brealy dan Myers (1991) juga menyatakan bahwa *P/E Ratio* yang tinggi menunjukkan bahwa investor menganggap perusahaan memiliki peluang pertumbuhan yang baik, tingkat laba yang relatif aman dan menandakan tingkat kapitalisasi yang rendah. *P/E Ratio* yang tinggi menunjukkan bahwa investor mengharapkan pertumbuhan

dividen yang tinggi dan resiko saham yang rendah. Perusahaan diharapkan untuk mencapai rata-rata pertumbuhan, dengan ratio pembayaran dividen yang tinggi. Akan tetapi *P/E Ratio* yang tinggi dapat berarti bahwa bukan karena harganya yang tinggi, tetapi karena pendapatannya yang rendah. Perusahaan yang tidak memperoleh pendapatan ( $EPS = 0$ ) dalam suatu periode tertentu akan memiliki suatu *P/E Ratio* yang tidak terhingga selama saham-sahamnya memiliki tetap memiliki sesuatu harga (Brealey dan Myers, 1991).

Atas dasar pendapat Brealey dan Myers, dapat dirumuskan bahwa faktor-faktor yang mempengaruhi *P/E Ratio* adalah tingkat pertumbuhan dividen dan resiko perusahaan yang berhubungan langsung dengan tingkat keuntungan modal yang diharapkan serta tingkat ratio pembayaran dividen dimana perusahaan masih dapat mempertahankan pertumbuhannya. Hal ini sama seperti model yang dikemukakan oleh Jones (1991), yang memperoleh *P/E ratio* dari model DDM (*dividend discount model*) dan menyimpulkan bahwa hanya ada tiga faktor yang secara teoritis mempengaruhi estimasi dari *P/E ratio*. Faktor tersebut adalah a) *dividend payout ratio*, b) tingkat pengembalian yang diminta dan c) tingkat pertumbuhan dividen yang diharapkan. Oleh karena itu Jones (1991) menyatakan bahwa *dividend payout ratio* berhubungan positif dengan *P/E ratio*, tingkat pengembalian yang diminta berhubungan negatif dengan *P/E ratio* dan tingkat pertumbuhan dividen yang diharapkan berhubungan positif dengan *P/E ratio*.

Kemudian dari model pertumbuhan dividen yang dikemukakan oleh Brealey dan Myers (1991) yang dijabarkan lebih lanjut oleh Fuller dan Faller (1987) dapat dirumuskan, bahwa kemungkinan faktor-faktor yang berpengaruh

terhadap *P/E ratio* adalah rasio pembayaran deviden, *leverage*, perputaran aktiva (ATO), *profit margin* (PM), *Nominal risk free-rate* ( $R_f$ ), *Return on the market index* ( $R_m$ ), dan karakteristik operasi yang menimbulkan resiko sistematis.

Sedangkan menurut Brigham dan Gapenski (1993), faktor-faktor yang mempengaruhi *P/E Ratio* adalah bahwa *P/E Ratio* dipengaruhi oleh prospek dan resiko perusahaan di tempat yang berbeda. Ou dan Penman (1989) menyatakan bahwa dampak *P/E Ratio* dapat dipandang sebagai ketidak-efisienan pasar. Selain itu para fundamentalis juga mencoba mempelajari hubungan antara harga saham dengan kondisi perusahaan.

Ada berbagai model yang populer dalam analisis fundamental salah satunya adalah pendekatan *P/E Ratio*. Perubahan harga saham berdampak langsung pada nilai kekayaan para pemegang sahamnya atau nilai perusahaan itu sendiri. Berdasarkan hal tersebut diatas maka alasan utama mengapa *P/E Ratio* digunakan dalam analisis harga saham adalah karena *P/E Ratio* akan memudahkan dan membantu para analis dan investor dalam penilaian harga saham. Selain itu *P/E Ratio* juga dapat membantu para analis untuk memperbaiki *judgment* karena harga saham saat ini merupakan cerminan prospek perusahaan di masa yang akan datang. Oleh karena itu faktor-faktor apa yang sebenarnya mempengaruhi *P/E Ratio* pada tempat yang berbeda menjadi sangat penting dan menarik untuk dikaji dan diteliti.

Dengan semakin terintegrasinya pasar modal, analisis faktor-faktor yang berpengaruh terhadap *P/E Ratio* pada setiap industri mempunyai arti penting bagi investor sebelum mengambil suatu keputusan investasi. Dengan informasi ini, analis keuangan yang rasional akan mengevaluasi prospek perusahaan pada

industri yang berbeda dengan standar yang sama. Hal ini berarti bahwa investor yang memiliki kesempatan investasi yang paling menarik akan memperoleh harga yang wajar, yaitu harga yang mencerminkan investasi potensial.

Pada tabel 1.1 ditunjukkan perkembangan *P/E Ratio* pada saham-saham perusahaan manufaktur per tanggal 31 Desember tahun 1997-1999.

Tabel 1.1.  
Daftar *P/E Ratio* Saham-Saham Perusahaan Manufaktur (Yang Menjadi Sampel Penelitian) Per  
Tanggal 31 Desember Tahun 1997-1999

No.	Nama Perusahaan	P/E Ratio		
		1997	1998	1999
1.	PT. Aqua Golden Mississippi	5.46	1.87	5.25
2.	PT. Delta Jakarta	-13.67	1.72	2.78
3.	PT. Indofood Sukses Makmur	-2.75	16.20	11.48
4.	PT. Mayora Indah	17.50	11.02	16.05
5.	PT. Multi Bintang Indonesia	19.34	48.08	13.52
6.	PT. Sari Husada	8.00	33.75	7.12
7.	PT. Siantar Top	4.82	8.82	12.82
8.	PT. SMART Corporation	-1.36	11.44	7.12
9.	PT. Ultrajaya Milk Industry & Trading Company	139.44	19.26	31.82
10.	PT. BAT Indonesia	30.67	60.01	41.73
11.	PT. Gudang Garam	17.77	20.67	14.14
12.	PT. Century Textile Industry (CENTEX)	0.51	1.34	3.39
13.	PT. Eratex Djaja Ltd.	-0.30	1.79	5.86
14.	PT. Roda Vivatex	12.28	6.00	15.53
15.	PT. Sunson Textile Manufacturer	9.13	33.04	12.72
16.	PT. Ever Shine Textile Industry	-10.64	4.90	2.92
17.	PT. Indo Rama Synthetics	16.54	47.20	260.88
18.	PT. Pan Brothers Tex	0.89	1.18	5.17
19.	PT. Sepatu Bata	2.94	0.66	3.50
20.	PT. Daya Sakti Unggul Corporation	-42.40	43	9.60
21.	PT. Pabrik Kertas Tjiwi Kimia	5.12	9.78	11.75
22.	PT. Lautan Luas	7.43	18.87	11.55
23.	PT. Unggul Indah Cahaya	61.47	4.78	7.83
24.	PT. Asahimas Flat Glass Co. Ltd	-3.12	24.25	18.21
25.	PT. Berlina Co. Ltd.	7.95	3.51	4.43
26.	PT. Dynaplast	4.32	13.73	15.00
27.	PT. Igar Jaya	12.76	2.25	1.09
28.	PT. Van Der Horst Indonesia	9.59	2.85	17.82
29.	PT. Semen Gresik (Persero)	8.23	22.22	27.30
30.	PT. Alumindo Light Metal Industry	-2.89	1.67	4.60
31.	PT. Citra Tubindo	5.36	63.14	183.69
32.	PT. Indal Aluminium Industry	8.46	12.95	6.56
33.	PT. Tembaga Mulia Semanan	0,00	2.08	12.56
34.	PT. Kedaung Indah Can	10.49	2.59	19.67
35.	PT. Kedawung Setia Industrial	-4.67	22.49	23.97
36.	PT. Goodyear Indonesia	6.52	2.28	4.65
37.	PT. Intraco Penta	8.75	52.79	3.15
38.	PT. Selamat Sempurna	5.56	2.89	7.24
39.	PT. Tunas Ridean	7.47	42.15	13.60
40.	PT. Merck Indonesia	5.42	15.69	7.50
41.	PT. Tempo Scan Pacific	-1.03	1.25	29.83
42.	PT. Mustika Ratu	5.31	4.00	11.68
43.	PT. Tancho Indonesia	17.27	5.02	8.62
44.	PT. Unilever Indonesia	13.32	11.25	16.46

Cat : Rata-rata *P/E Ratio* Industri manufaktur untuk tahun 1999 yaitu sebesar 22.10

Sumber : *Indonesian Capital Market Directory 2000*



Berdasarkan tabel 1.1. tersebut dapat diketahui bahwa tingkat *P/E Ratio* masing-masing perusahaan selama periode 1997-1999 mengalami fluktuasi. Namun secara umum fluktuasi *P/E Ratio* tersebut tidak mempunyai pola yang sama. Bila dibandingkan dengan rata-rata *P/E Ratio* industri manufaktur untuk tahun 1999 yaitu sebesar 22.10, maka dapat dilihat hanya tujuh perusahaan saja yang mempunyai *P/E Ratio* diatas rata-rata industri (yang berarti mempunyai *P/E Ratio* yang tinggi) dari 147 perusahaan manufaktur yang listing di BEJ, yang dapat dilihat pada tabel berikut :

Tabel 1.2.  
Perusahaan Manufaktur (Yang Menjadi Sampel Penelitian) Yang Mempunyai  
*P/E Ratio* di Atas Rata-Rata Per Tanggal 31 Desember Tahun 1999

No.	Nama Perusahaan	<i>P/E Ratio</i>
		1999
1.	PT. Ultrajaya Milk Industry & Trading Company	31.82
2.	PT. BAT Indonesia	41.73
3.	PT. Indo Rama Synthetics	260.88
4.	PT. Semen Gresik (Persero)	27.30
5.	PT. Citra Tubindo	183.69
6.	PT. Kedawung Setia Industrial	23.97
7.	PT. Tempo Scan Pacific	29.83

Sumber : *Indonesian Capital Market Directory* 2000, diolah

Sedangkan perusahaan-perusahaan lainnya mempunyai *P/E Ratio* dibawah *P/E Ratio* rata-rata industri, yang berarti mempunyai nilai *P/E Ratio* yang rendah.

Bagi para pelaku pasar *P/E Ratio* yang tinggi menunjukkan bahwa investor menganggap perusahaan memiliki peluang pertumbuhan yang baik, tingkat laba yang relatif aman dan menandakan tingkat kapitalisasi yang rendah. Sehingga hal ini menunjukkan bahwa investor mempunyai minat yang semakin tinggi untuk memiliki saham tersebut. Bagi emiten, mereka menginginkan tingkat *P/E Ratio*

yang tinggi. Hal ini untuk menunjukkan bahwa kinerja perusahaan cukup baik dan mempunyai prospek yang cerah.

Pada bursa yang berkembang seperti BEJ, penelitian perlu dilakukan dalam setiap periode yang relatif pendek dan berkelanjutan. Seberapa besar dan faktor apa saja yang berpengaruh pada *P/E Ratio* dapat berubah seiring perkembangan situasi bisnis pada ruang dan waktu yang berbeda. Melalui pemahaman faktor yang berpengaruh pada *P/E Ratio*, pihak manajemen perusahaan menjadi lebih mudah menjaga dan berusaha meningkatkan nilai perusahaannya. Dari sudut pandang investor, pemahaman tentang faktor-faktor ini dapat digunakan untuk memperkirakan prospek saham yang diminati.

Penelitian yang akan dilakukan ini khususnya akan menganalisis dan memberikan bukti empiris mengenai faktor-faktor yang mempengaruhi *P/E Ratio* saham perusahaan manufaktur. Kelompok perusahaan manufaktur di BEJ dipandang layak sebagai obyek penelitian ini karena mempunyai jumlah terbesar dari jumlah perusahaan yang tercatat di BEJ. Yaitu sebesar 147 perusahaan (52%) dari 281 perusahaan yang tercatat di BEJ sampai dengan akhir tahun 1999.

## **1.2 Perumusan Masalah**

Brealy dan Myers (1991) mengatakan bahwa, faktor-faktor yang mempengaruhi *P/E Ratio* adalah tingkat pertumbuhan deviden dan resiko perusahaan yang berhubungan langsung dengan tingkat keuntungan modal yang diharapkan serta tingkat ratio pembayaran deviden dimana perusahaan masih dapat mempertahankan pertumbuhannya. Pendapat ini sama dengan model

yang dikemukakan oleh Jones (1991), dimana dia memperoleh *P/E ratio* dari model DDM (*dividend discount model*) dan menyimpulkan bahwa hanya ada tiga faktor yang secara teoritis mempengaruhi estimasi dari *P/E ratio*. Yaitu a) *dividend payout ratio*, b) tingkat pengembalian yang diminta dan c) tingkat pertumbuhan deviden yang diharapkan.

Kemudian Fuller dan Faller (1987) yang menjabarkan dari model pertumbuhan deviden yang dikemukakan oleh Brealy dan Myers (1991), dapat dirumuskan, bahwa kemungkinan faktor-faktor yang berpengaruh terhadap *P/E ratio* adalah rasio pembayaran deviden, *leverage*, perputaran aktiva (ATO), *profit margin* (PM), *Nominal risk free-rate* (Rf), *Return on the market index* (Rm), dan karakteristik operasi yang menimbulkan resiko sistematis. Selanjutnya Brigham dan Gapenski (1993) yang juga mengemukakan mengenai faktor-faktor yang mempengaruhi *P/E Ratio*, yaitu bahwa *P/E Ratio* dipengaruhi oleh prospek dan resiko perusahaan di tempat yang berbeda.

Namun sejauh itu ternyata masih banyak hal yang belum terjawab dengan memuaskan tentang faktor-faktor apa sebenarnya yang mempengaruhi *P/E Ratio* pada tempat yang berbeda. Karenanya pada bursa yang berkembang seperti BEJ, penelitian perlu dilakukan dalam setiap periode yang relatif pendek dan berkelanjutan.

Begitu pula bila dilihat dari tabel I.1. tersebut dapat diketahui bahwa tingkat *P/E Ratio* masing-masing perusahaan selama periode 1997-1999 mengalami fluktuasi dan tidak mempunyai pola yang sama. Dan bila dibandingkan dengan rata-rata *P/E Ratio* industri manufaktur untuk tahun 1999 yaitu sebesar 24.11, maka dapat dilihat hanya lima perusahaan saja yang

mempunyai *P/E Ratio* diatas rata-rata industri (yang berarti mempunyai *P/E Ratio* yang tinggi). Sedangkan perusahaan-perusahaan lainnya mempunyai *P/E Ratio* dibawah *P/E Ratio* rata-rata industri, yang berarti mempunyai nilai *P/E Ratio* yang rendah. Dimana bagi para pelaku pasar dan emiten menginginkan *P/E Ratio* yang tinggi. Oleh karena itu seberapa besar dan faktor apa saja yang berpengaruh pada *P/E Ratio* dapat berubah seiring perkembangan situasi bisnis pada ruang dan waktu yang berbeda. Berdasarkan latar belakang diatas maka perumusan masalah dalam penelitian ini adalah :

"Faktor-faktor apakah yang mempengaruhi *P/E Ratio* saham perusahaan manufaktur ?"

Dari perumusan masalah diatas dapat diperinci lagi dalam pertanyaan penelitian sebagai berikut :

1. Apakah terdapat pengaruh pertumbuhan laba terhadap *P/E Ratio* saham perusahaan manufaktur ?
2. Apakah terdapat pengaruh *leverage* terhadap *P/E Ratio* saham perusahaan manufaktur ?
3. Apakah terdapat pengaruh perputaran aktiva terhadap *P/E Ratio* saham perusahaan manufaktur ?
4. Apakah terdapat pengaruh *profit margin* terhadap *P/E Ratio* saham perusahaan manufaktur ?
5. Apakah terdapat pengaruh ukuran perusahaan terhadap *P/E Ratio* saham perusahaan manufaktur ?

6. Apakah terdapat pengaruh pertumbuhan laba, *leverage*, perputaran aktiva, *profit margin*, dan ukuran perusahaan terhadap *P/E Ratio* saham perusahaan manufaktur ?

### **I.3 Tujuan Dan Manfaat Penelitian**

Tujuan penelitian ini adalah :

1. Menganalisis pengaruh pertumbuhan laba terhadap *P/E Ratio* saham perusahaan manufaktur.
2. Menganalisis pengaruh *leverage* terhadap *P/E Ratio* saham perusahaan manufaktur.
3. Menganalisis pengaruh perputaran aktiva terhadap *P/E Ratio* saham perusahaan manufaktur.
4. Menganalisis pengaruh *profit margin* terhadap *P/E Ratio* saham perusahaan manufaktur.
5. Menganalisis pengaruh ukuran perusahaan terhadap *P/E Ratio* saham perusahaan manufaktur.
6. Menganalisis pengaruh pertumbuhan laba, *leverage*, perputaran aktiva, *profit margin*, dan ukuran perusahaan terhadap *P/E Ratio* saham perusahaan manufaktur.

Sedangkan manfaat penelitian ini adalah sebagai berikut :

1. Untuk membantu pihak manajemen perusahaan manufaktur di dalam usaha untuk mempertahankan dan meningkatkan nilai perusahaan dari perspektif para investor.

2. Memberikan pemahaman bagi investor tentang faktor-faktor yang mempengaruhi *P/E Ratio* ini dapat digunakan untuk memperkirakan prospek saham yang diminati.
3. Hasil penelitian ini diharapkan dapat memberikan wacana bagi pengembangan ilmu tentang manajemen investasi khususnya di dalam analisis fundamental yang menggunakan pendekatan *P/E Ratio* dan dapat digunakan sebagai bahan acuan bagi penelitian lebih lanjut mengenai *P/E Ratio*.

## **BAB II**

### **TELAAH PUSTAKA DAN PENGEMBANGAN MODEL**

#### **2.1 Telaah Pustaka**

Teori yang menjadi landasan penelitian ini adalah model pertumbuhan deviden yang dijabarkan lebih lanjut oleh Fuller dan Faller (1987). Disamping itu berbagai kajian penelitian-penelitian terdahulu tentang faktor tambahan lainnya yang dapat mempengaruhi *P/E Ratio*. Model dan kajian inilah yang mendasari pendugaan faktor-faktor berpengaruh yang digunakan dalam penelitian ini.

##### **2.1.1 Model Penilaian Saham**

Ada berbagai model penilaian saham dalam analisis fundamental untuk menghitung nilai instrinsik suatu saham, tetapi ada dua model penilaian saham yang sering digunakan yaitu :

###### **2.1.1.1 *Discounted Cash Flow Models***

Model ini didasarkan pada konsep bahwa nilai dari suatu saham adalah sama dengan *present value* dari *cashflow* yang diharapkan diterima oleh pemegang saham. Pendapatan yang akan diterima oleh investor berasal dari dua sumber yaitu, deviden dan nilai dari saham ketika investor menjual saham tersebut. Yang terakhir tersebut juga ekuivalen dengan *dividend flow* yang akan diterima oleh pemegang saham. Lebih lanjut model tersebut dinamakan dengan *dividend discount models*.

Seorang investor dapat menahan sahamnya untuk periode yang tidak terbatas ( $n$  tahun) yang mana rumusnya adalah sebagai berikut (Asri dan Heveadi, 1999) :

$$P_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1+r)^t} \dots\dots\dots(1)$$

dimana :

$P_0$  = harga saham pada tahun 0

$D_t$  = deviden yang diterima pada tahun  $t$

$r$  = *discount rate* yang pantas

Secara konseptual rumus diatas dapat dimengerti, tetapi secara operasional sangat sulit. Karena panjangnya dimensi waktu yang digunakan menjadikan tingginya ketidakpastian dari estimasi. Oleh karena itu diperlukan penyederhanaan dari model diatas.

Penyederhanaan yang pertama mengasumsikan bahwa laba adalah konstan setiap tahun dan seluruh laba dibayarkan sebagai deviden. Berdasarkan asumsi tersebut maka rumus dari harga saham sekarang adalah (Asri dan Heveadi, 1999) :

$$P_0 = \frac{E}{r} \dots\dots\dots(2)$$

atau

$$P_0 = \frac{D}{r} \dots\dots\dots(3)$$



Model tersebut diatas dinamakan *zero growth model* karena model ini mengasumsikan bahwa tidak ada pertumbuhan dari deviden (Asri dan Heveadi, 1999). Sejak asumsi diatas menjadi tidak realitis, maka untuk menentukan harga saham digunakan rumus sebagai bentuk lain dari model diskonto deviden untuk kasus deviden yang bertumbuh secara konstan yaitu dengan pertumbuhan sebesar  $g$ . Dimana rumusnya adalah sebagai berikut (Jogiyanto, 1998) :

$$P_0 = \frac{D_1}{(r - g)} \dots\dots\dots (4)$$

Rumus diatas disebut dengan *constant growth model*, yang didasarkan asumsi bahwa pertumbuhan dari laba dan deviden adalah konstan. Asumsi dasar dari model ini adalah  $r$  (suku bunga diskonto) harus lebih besar dari  $g$  (tingkat pertumbuhan deviden). Jika  $r$  lebih kecil dari  $g$ , maka nilai intrinsik saham menjadi negatif yang merupakan nilai yang tidak realistis untuk suatu saham. Demikian juga jika  $r$  sama dengan  $g$ , maka  $(r-g)$  akan sama dengan nol dan akibatnya nilai intrinsik saham akan sangat besar sekali bernilai tidak berhingga yang juga merupakan nilai tidak realistis untuk suatu saham.

#### **2.1.1.2 Price Earning Ratio (P/E Ratio)**

Alternatif selain menggunakan arus kas atau arus deviden dalam menghitung nilai fundamental atau nilai intrinsik saham adalah dengan menggunakan nilai laba perusahaan (*earnings*). Salah satu pendekatan yang populer yang menggunakan nilai *earnings* untuk mengestimasi nilai intrinsik

adalah pendekatan *P/E Ratio* atau disebut juga dengan pendekatan *earnings multiplier*. *P/E Ratio* menunjukkan rasio dari harga saham terhadap *earnings*. Rasio ini menunjukkan berapa besar investor menilai harga dari saham terhadap kelipatan dari *earnings*. Rumus *P/E Ratio* dapat dikembangkan lebih lanjut dengan menderivasinya menggunakan model diskonto deviden. Dengan menggunakan model pertumbuhan deviden yang konstan, rumus *P/E Ratio* dapat diderivasi dengan membagi kedua sisi rumus dari model pertumbuhan deviden yang konstan dengan nilai EPS, sehingga didapatkan (Jogiyanto, 1998) :

$$P/E \text{ Ratio} = \frac{P_0}{EPS} = \frac{D_1/EPS}{r - g} \dots\dots\dots (5)$$

Salah satu informasi yang sering dikutip sebagai indikator keuangan perusahaan yang go publik adalah *Price Earning Ratio (P/E Ratio)*. Ratio ini biasanya dihitung dengan menggunakan data berbasis per saham (Foster, 1986). Pendekatan *P/E Ratio* merupakan model analisis fundamental yang banyak digunakan investor dan analis sekuritas karena lebih praktis. Model ini didasarkan pada identitas harga sekarang (*current price*) suatu saham yang merupakan hasil dari laba per lembar saham sesungguhnya (*actual earning per share*). *P/E Ratio* dihitung dengan membagi *current price* dengan *actual earning per share*.

*P/E Ratio* mempunyai arti yang cukup penting dalam menilai suatu saham. Rasio ini merupakan suatu indikasi tentang harapan masa depan perusahaan (Block, 1987). Suatu perusahaan dengan *P/E Ratio* yang tinggi mengindikasikan : (1) perusahaan mempunyai resiko yang rendah, sehingga

investor cukup puas dengan prospek pendapatan yang rendah, (2) pertumbuhan dari deviden yang diharapkan tinggi serta (3) perusahaan yang diharapkan mempunyai pertumbuhan rata-rata dengan *dividend payout ratio* yang tinggi.

Brealy dan Myers (1991) memberikan beberapa catatan penting yang harus diperhatikan tentang *P/E Ratio*. Istilah *P/E Ratio* digunakan sehari-hari oleh investor di bursa saham dan digunakan sebagai dasar menjual saham ketika nilai *P/E Ratio* tinggi. Para investor lebih memperhatikan harga saham dibandingkan dengan laba masa depan (*future earning*). Para investor tersebut mengetahui nilai *P/E Ratio* umumnya dari publikasi pada media cetak atau surat-surat kabar. *P/E Ratio* yang diumumkan tersebut berdasarkan perhitungan dari harga dan laba yang berlaku saat itu. Para analis saham menjadi ragu apakah pengertian *P/E Ratio* yang diyakini seperti ini adalah benar atau tidak. Pengertian seperti ini telah lama digunakan lama dan diikuti oleh para analis keuangan pada umumnya.

Para manajer keuangan umumnya bergembira bila saham perusahaan mereka terjual dengan *P/E Ratio* yang tinggi. Namun perlu diperhatikan bahwa *P/E Ratio* dapat bernilai tinggi disebabkan karena laba yang rendah dan bukan karena harga saham yang tinggi. Laba sama dengan nol menyebabkan *P/E Ratio* menjadi tak terhingga (*infinite*) dengan harga saham berapapun nilainya. *P/E Ratio* dikatakan dapat membantu perusahaan untuk mengevaluasi perkiraan harga saham perusahaan yang sejenis. Perkiraan ini hanya dimungkinkan dengan cara membandingkan saham perusahaan yang akan dievaluasi dengan *P/E Ratio* saham perusahaan yang memiliki profitabilitas, resiko, dan peluang pertumbuhan yang sama. Terdapat juga kesulitan untuk memahami *P/E Ratio* disebabkan

perbedaan metode akuntansi yang digunakan oleh satu perusahaan dengan perusahaan lainnya. Akibatnya, metode perhitungan laba tersebut akan mempengaruhi hasil perhitungan *P/E Ratio*.

### 2.1.3 Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi *P/E Ratio*

*P/E Ratio* adalah suatu ukuran yang umum digunakan untuk melihat tingkat minat para investor terhadap suatu saham perusahaan, dan dinyatakan sebagai berikut (Brealy dan Myers, 1991) :

$$P/E = P_0 / (EPS_1) = D_1 / (EPS_1) \times 1 / (r - g) \dots \dots \dots (6)$$

Dimana :

$P/E$  = *P/E Ratio*

$P_0$  = harga saham saat ini

$EPS_1$  = perkiraan laba pada tahun yang akan datang

$D_1$  = deviden

$r$  = tingkat keuntungan yang disyaratkan

$g$  = pertumbuhan deviden

$D_1 / (EPS_1)$  = rasio pembayaran deviden

Dengan demikian *P/E Ratio* tergantung pada tingkat pertumbuhan deviden dan resiko yang terkait langsung pada tingkat keuntungan yang diharapkan, serta *dividend payout* yang dapat dicapai perusahaan dengan mempertahankan

tingkat pertumbuhannya. Faktor-faktor yang terkait dengan model pertumbuhan deviden diatas dapat diperjelas dengan uraian berikut ini :

1. Tingkat pertumbuhan laba

Tingkat pertumbuhan laba atau *earning growth* berpengaruh langsung pada *P/E Ratio* dan nilai pasar penyertaan modal. Bila harga saham mencerminkan kapitalisasi dari laba yang diharapkan di masa mendatang maka peningkatan laba akan meningkatkan harga saham dan total kapitalisasi pasar. Bila investor yakin bahwa pertumbuhan laba ini terdukung baik, *P/E Ratio* akan meningkat. Pengertian laba dapat berarti laba operasi atau non operasional.

2. Pertumbuhan Deviden

Peningkatan deviden per saham atau *dividend growth* dapat diasosiasikan sebagai peningkatan laba dan harga saham. Hal ini sebenarnya masih dapat diperdebatkan bahwa peningkatan deviden per saham diterima sebagai komponen yang dianggap tetap dari peningkatan laba per saham.

3. Resiko

Dalam model *P/E Ratio*, resiko yang dapat digolongkan pada aliran laba adalah besarnya tingkat bunga atau *discount rate* yang merupakan fungsi yang sistematis dan didasarkan pada resiko pasar. Resiko ini mempengaruhi semua saham perusahaan. Bila semua dianggap tetap, resiko dan *P/E Ratio* akan mempunyai hubungan negatif.

#### 4. Rasio pembayaran deviden

Dalam konsep ini berlaku anggapan bahwa pemegang saham akan menghargai dan menaruh minat tinggi pada saham perusahaan yang membayarkan deviden tinggi. Jika semuanya dianggap tetap, peningkatan pembayaran deviden akan menyebabkan peningkatan *P/E Ratio* saham perusahaan.

Kemudian Fuller dan Farrel (1987) menjabarkan perumusan  $P/E = b/(r-g)$  dalam bentuk hubungan fungsional teoritis sebagai berikut :

$$P/E = f^{+ - +}\{b, r, g\}$$

Dimana :

$P/E$  = *P/E Ratio*

$b$  = ratio pembayaran deviden

$r$  = tingkat keuntungan yang disyaratkan

$g$  = pertumbuhan deviden

dimana  $r$  dan  $g$  dapat diuraikan menjadi unsur-unsur sebagai berikut :

$$r = f(\text{Risk-free rate, Market-return, Systematic risk})$$

$$= f^{- - -}\{R_f, R_m, B\}$$

$$g = f(\text{Return on Equity, Pay-out ratio})$$

$$= f^{+ -}\{ROE, b\}$$

$$B = f(\text{Leverage, firm operating characteristics affect systematic risk})$$

$$= f^{+/-}_{\{L, d\}}$$

$$ROE = f(\text{Return on Asset, Leverage})$$

$$= f^{+ +/-}_{\{ROA, L\}}$$

$$ROA = f(\text{Profit margin, Asset Turn Over})$$

$$= f^{+ +}_{\{PM, ATO\}}$$

Berdasarkan uraian diatas maka secara keseluruhan *P/E Ratio* dapat dinyatakan secara rinci dalam persamaan fungsional teoritis :

$$P/E = f^{+/- - - +/- +/- + +}_{\{b, R_f, R_m, L, d, PM, ATO\}}$$

yang mempengaruhi secara positif atau negatif dari masing-masing variabel terhadap *P/E*. Penjabaran dalam bentuk perumusan matematis dapat dilakukan tranformasi  $P/E = b/(r-g)$  ke dalam perumusan selanjutnya. Dengan melakukan substitusi  $g = ROE (1-b)$  ke dalam persamaan dimana  $ROE = \text{return on equity}$  dan  $b = \text{dividend pay out ratio}$ , akan diperoleh bentuk perumusan :

$$P/E = b/\{r - ROE(1-b)\} \dots\dots\dots(7)$$

Selanjutnya dengan memanfaatkan formula Du-Pont :

$$ROE = ROA \times L \dots\dots\dots(8)$$

Dimana :

ROA = *Return on Asset*

L = *Leverage = Total Asset Equity*

$$\text{ROA} = \text{ATO} \times \text{PM} \dots\dots\dots(9)$$

Dimana :

ATO = *Asset Turn Over = Sales Asset*

PM = *Profit Margin (after tax) = E/S = Earning/Sales.*

Dengan demikian, perumusan (2) dapat diubah dengan melakukan substitusi melalui formula Du-Pont ini. Akhirnya, bentuk perumusan akhir *P/E Ratio* berubah menjadi :

$$P/E = b / \{r - \text{ATO} \times \text{PM} \times L(1-b)\} \dots\dots\dots(10)$$

atau

$$P/E = b / \{r - \text{ATO} \times E/S \times L(1-b)\} \dots\dots\dots(11)$$

*Discount rate* = *r* yang terbentuk dari beberapa unsur yaitu : *R<sub>f</sub>* = *nominal risk free rate*, *R<sub>m</sub>* = *market return* dan *B* = *beta saham*, sesuai kerangka kerja *Capital Asset Pricing Model*. *B* = *beta* dapat diuraikan menjadi unsur-unsur yaitu : *L* = *leverage* dan *d* = *delta*. Dimana *d* menyatakan semua karakteristik operasi perusahaan yang mengakibatkan resiko sistematis saham tersebut. Resiko sistematis adalah seluruh resiko pasar seperti : perubahan perekonomian,



peraturan perpajakan, kebijakan masalah energi, situasi politik (Van Horne, 1992).

Dari pemaparan diatas maka dapat dirumuskan, bahwa kemungkinan faktor-faktor yang berpengaruh terhadap *P/E Ratio* adalah :

1. Rasio pembayaran deviden merupakan ratio pembayaran deviden terhadap laba per saham (b).
2. *Leverage*, yaitu aktiva total dibagi dengan modal sendiri (L).
3. Perputaran aktiva dinyatakan dalam perbandingan penjualan total dengan aktiva total (ATO).
4. *Profit margin* yaitu besarnya laba dibagi dengan penjualan (PM).
5. *Nominal risk free-rate* (Rf).
6. *Return on the market index* (Rm).
7. Karakteristik operasi yang menimbulkan resiko sistematis (d).

### 2.1.3. Faktor-Faktor Tambahan

Mengikuti uraian dari Fuller dan Farrel tentang adanya pengaruh faktor resiko sistematis, sejauh itu pengaruh faktor resiko tidak sistematis dan faktor-faktor tambahan lainnya perlu juga dipertimbangkan. Hal ini terbukti bahwa keunikan suatu usaha dan kondisi tertentu dari perusahaan merupakan faktor tambahan yang dapat mempengaruhi *P/E Ratio*, yaitu pengaruh dari resiko yang tidak sistematis (Constand, Freitas dan Sullivan, 1991).

Berdasarkan penelitian Basu (1977), Reinganum (1981-1982), Cook dan Rozeff (1984), Keown, Pinkerton, dan Chen (1987) yang dikutip oleh Constand, Freitas dan Sullivan (1991), ditemukan bahwa *P/E Ratio* mempunyai hubungan

dengan ukuran perusahaan (*firm size*) dan resiko tidak sistematis lainnya. Elton dan Gruber (1991) menggunakan total aktiva sebagai ukuran perusahaan (*firm size*). Lebih lanjut, mereka menyatakan bahwa semakin besar ukuran perusahaan semakin kecil resikonya. Dimana para investor akan semakin aman memiliki saham perusahaan yang berukuran besar.

## 2.2. Penelitian-Penelitian Terdahulu

Penelitian baik di dalam maupun di luar negeri mengenai *P/E Ratio* dan faktor-faktor yang berpengaruh terhadap *P/E Ratio* saham perusahaan-perusahaan di bursa efek dalam suatu periode tertentu adalah sebagai berikut :

- (1) Whitbeck dan Kisor (1963) menggunakan 135 saham perusahaan yang *listed* di *New York Stock Exchange* (NYSE) pada tahun 1961-1962, diperoleh model sebagai berikut :

$$P/E = 8,2 + 1,5g + 6,7b - 0,2d$$

Dimana :

P/E = harga saham yang berlaku dibagi dengan laba normal persaham.

g = perkiraan persentase tingkat pertumbuhan laba normal per saham.

b = perkiraan ratio pembayaran deviden dalam bentuk desimal.

d = standar deviasi laba yang diharapkan per saham yang dinyatakan dalam persen di sekitar tingkat pertumbuhan yang diperkirakan.

Bentuk persamaan estimasi ini hampir sama dengan perumusan Brealy dan Myers :  $P/E = b/(r-g)$ , hanya terdapat beda sebuah variabel yaitu  $d$  yang dapat diartikan sebagai  $r$  (resiko). Model empiris Whitbeck dan Kisor berupa persamaan linear ini sangat membantu dan mudah digunakan untuk memprediksi *P/E Ratio*. Hal ini dibuktikan dengan menggunakannya untuk evaluasi *P/E* perusahaan IBM dan GM dengan hasil yang cukup memuaskan. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa pertumbuhan laba dan *dividen payout ratio* mempunyai pengaruh positif terhadap *P/E Ratio*, sedangkan standar deviasi laba yang diharapkan per saham mempunyai pengaruh negatif terhadap *P/E Ratio*.

- (2) Elton dan Gruber (1991) menggunakan analisis regresi mendapatkan  $P/E = 3 + 1,8g$  dan  $P/E = 4 + 2,3g$  dalam situasi pasar dan waktu yang berbeda. Bila digunakan regresi berganda dengan beberapa variabel seperti model Whitbeck dan Kisor, didapatkan persamaan empiris sebagai berikut :

$$P/E = 8,2 + 1,5g + 0,067 DPO + 0,2 SD$$

Dimana :

$g$  = pertumbuhan laba

$DPO$  = *Dividend Pay Out Ratio*

$SD$  = standar deviasi pertumbuhan laba

Hasil penelitiannya menyimpulkan bahwa variabel pertumbuhan laba lebih kuat pengaruhnya dalam keadaan pasar *bullish* daripada keadaan pasar *bearish*.

- (3) Penelitian Constand, Freitas dan Sullivan (1991) tentang perubahan *P/E Ratio* saham perusahaan-perusahaan di Jepang untuk periode tahun 1979-1989.

Mereka menggunakan 4 faktor utama dan 6 faktor tambahan ke dalam persamaan estimasi regresi ganda sebagai berikut :

$$dEPI = b_0 + b_1.LAND_i + b_2.CORPI + b_3.FINI + b_4.INDVI + b_5.FORI + b_6.SDI + b_7.EGI + b_8.DGI + b_9.DPOI + b_{10}.RESI$$

Dimana :  $dEPI$  = prosentase perubahan dari kebalikan *P/E Ratio (reciprocal P/E Ratio)* perusahaan  $I$ , sedangkan sebagai variabel-variabel bebas dipergunakan :  $LAND_i$ ,  $CORPI$ ,  $FINI$ ,  $INDVI$ ,  $FORI$ ,  $SDI$ ,  $EGI$ ,  $DGI$ ,  $DPOI$ ,  $RESI$ . Berturut-turut masing-masing variabel bebas ini menyatakan prosentase perubahan yang terjadi pada perusahaan  $I$  selama periode 1979-1989 yaitu :

1. Nilai Yen denominasi nilai tanah dari skala total aktiva perusahaan.
2. Kepemilikan saham oleh lembaga non-finansial.
3. Kepemilikan saham oleh lembaga/ perusahaan finansial dan *trust company*.
4. Kepemilikan saham oleh investor nasional.
5. Kepemilikan saham oleh investor asing pribadi, dana kerjasama, korporasi.
6. Simpangan baku laba perusahaan.
7. Pertumbuhan laba.
8. Deviden perlembar saham.
9. Ratio pembayaran deviden.
10. Perlakuan akuntansi.

Hasil penelitian ini menyatakan bahwa harga tanah, pola kepemilikan saham perusahaan antara orang asing dan Jepang, pertumbuhan laba yang

diharapkan, resiko laba, deviden per lembar saham, dan rasio pembayaran deviden berpengaruh secara signifikan pada *P/E Ratio*.

Penelitian Basu (1977), Reinganum (1981-1982), Cook dan Rozeff (1984), Keown, Pinkerton, dan Chen (1987) yang dikutip oleh Constand, Freitas dan Sullivan (1991), bahwa mereka menemukan *P/E Ratio* mempunyai hubungan dengan ukuran perusahaan (*firm size*) dan resiko tidak sistematis lainnya. Elton dan Gruber (1991) menggunakan total aktiva sebagai ukuran perusahaan (*firm size*). Lebih lanjut, mereka menyatakan bahwa semakin besar ukuran perusahaan semakin kecil resikonya. French dan Poterba (1991; dalam Constand, Freitas dan Sullivan, 1991) meneliti penyebab kenaikan *P/E Ratio* di Jepang dan Amerika. Mereka menemukan faktor-faktor yang mempengaruhi *P/E Ratio* adalah praktek akuntansi dan keuangan antara Amerika dan Jepang yang berbeda. Perbedaan ini menimbulkan perbedaan perhitungan laba yang selanjutnya amat mempengaruhi perhitungan *P/E Ratio*. French dan Poterba juga menyimpulkan bahwa *discount rate* dan *growth rate* saja tidak mampu menjelaskan tentang *P/E Ratio* perusahaan di Jepang.

Penelitian Frankel (1991; dalam Constand, Freitas dan Sullivan, 1991) juga menjelaskan bahwa *P/E Ratio* yang tinggi di Jepang disebabkan oleh bunga yang rendah, pertumbuhan ekonomi yang tinggi, dan harga tanah yang tinggi. Sementara Shapiro (1992) menyatakan bahwa *P/E Ratio* yang tinggi di Jepang dibandingkan dengan Amerika Serikat disebabkan oleh biaya modal yang rendah, pertumbuhan laba, perlakuan akuntansi, kepemilikan saham, adanya pilihan untuk tumbuh (*growth option*) dengan manajemen

dan teknologi produksi serta peluang berproduksi dengan berbagai proses dan produk.

- (4) Studi di BEJ tentang *P/E Ratio* dilakukan oleh Akhmad Rizqoni (1995) pada periode 1992-1993. Ia membedakan bahwa pasar dalam kondisi *bearish* dan kondisi *bullish*. Selanjutnya ia menganalisis *P/E Ratio* dalam 2 kondisi yang berbeda masing-masing untuk tahun 1992. Dengan mempergunakan teknik analisis regresi berganda, ia menyatakan model sebagai berikut :

$$Y = a_0 + a_1.x_1 + a_2.x_2 + a_3.x_3 + a_4.x_4 + a_5.x_5$$

Dimana :

$Y$  = *P/E Ratio*

$X_1$  = pertumbuhan laba.

$X_2$  = rasio pembayaran deviden.

$X_3$  = rasio hutang terhadap aktiva.

$X_4$  = ukuran perusahaan.

$X_5$  = stabilitas penjualan.

Hasil penelitian ini menyatakan bahwa dalam kondisi baik (*bullish*), rasio pembayaran deviden, *leverage*, ukuran perusahaan masing-masing berpengaruh kuat pada *P/E Ratio*.

- (5) Penelitian Kaziba A. Mpataa dan Agus Sartono (1997) tentang faktor-faktor yang mempengaruhi *P/E Ratio* saham perusahaan-perusahaan di Amerika (yaitu enam industri: industri elektronik, industri jasa komputer, industri makanan, minuman dan restoran, industri farmasi, industri pakaian, industri kehutanan-bahan mentah). Mereka menggunakan tujuh variabel yaitu : penjualan, *dividen payout ratio*, aktiva tetap, *leverage*, *return on equity*,

skala perusahaan dan pertumbuhan laba. Dengan mempergunakan teknik analisis regresi berganda, ia menyatakan model sebagai berikut :

$$P/E = \beta_0 + \beta_1 FA + \beta_2 EG + \beta_3 SALE + \beta_4 DIV + \beta_5 SIZE + \beta_6 ROE + \beta_7 LEV + \varepsilon$$

Dimana :

FA = *fixed asset* dari perusahaan

EG = *earning growth* dari perusahaan

SALE = penjualan

DIV = *devidend*

SIZE = ukuran perusahaan

ROE = *return on equity*

LEV = *leverage*

$\varepsilon$  = *error term*

Hasil penelitian ini, menunjukan bahwa ketujuh variabel tersebut berpengaruh secara signifikan dan konsisten untuk keenam industri yang berbeda.

(6) Penelitian Agus Sartono dan Misbahul Munir (1997) tentang faktor-faktor yang mempengaruhi *P/E Ratio* saham perusahaan-perusahaan di BEJ yang mengambil sampel tujuh industri selama jangka waktu tahun 1991 sampai dengan 1996. Mereka menggunakan enam variabel yaitu : penjualan, *deviden payout ratio*, *leverage/ debt equity ratio*, *return on equity*, ukuran perusahaan/ total aset dan pertumbuhan laba. Dengan mempergunakan teknik analisis regresi berganda, ia menyatakan model sebagai berikut :

$$P/E = \beta_0 + \beta_1 gEPS + \beta_2 TA + \beta_3 SALES + \beta_4 DPR + \beta_5 ROE + \beta_6 DER$$

Dimana :

gEPS	= pertumbuhan EPS
TA	= total aset
SALE	= penjualan
DPR	= <i>dividend payout ratio</i>
ROE	= <i>return on equity</i>
DER	= <i>debt equity ratio</i>

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa

1. Nilai *P/E Ratio* rata-rata masing-masing industri menunjukkan perbedaan yang nyata.
  2. Perilaku *P/E Ratio* suatu perusahaan pada industri tertentu dapat dijelaskan oleh variabel-variabel penjualan, *dividen payout ratio*, *debt equity ratio*, *return on equity*, ukuran perusahaan/ total aset dan pertumbuhan laba.
  3. Arah hubungan dan tingkat pengaruh masing-masing variabel (baik besar maupun signifikansinya) dalam menjelaskan *P/E Ratio* berbeda antara industri satu dengan yang lainnya.
  4. Kemampuan faktor-faktor yang menjadi penentu *P/E Ratio* untuk menjelaskan perilaku *P/E Ratio* secara bersama-sama juga berbeda antar industri.
- (7) Penelitian Marwan Asri dan Anton N. Heveadi (1999) tentang konsistensi model *price earning ratio* di Bursa Efek Jakarta pada tahun yang berbeda yaitu tahun 1995, 1996 dan 1997. Mereka menggunakan variabel yang dikembangkan oleh Whitbeck dan Kisor yaitu tingkat pertumbuhan laba,



*dividen payout ratio* dan standar deviasi laba. Dengan mempergunakan teknik analisis regresi berganda dari tiga periode waktu yang berbeda (tahun 1996, 1997 dan 1997), ia menyatakan model sebagai berikut :

$$P/E = b_0 + b_1 g + b_2 d + b_3 s$$

Dimana :

$g$  = tingkat pertumbuhan laba

$d$  = *dividen payout ratio*

$s$  = standar deviasi laba

Hasil penelitian ini, menunjukan bahwa masing-masing model yang dikembangkan untuk periode waktu yang berbeda dengan sampel dan metode yang sama, memberikan hasil yang berbeda. Perbedaannya adalah pada tingkat signifikansi dan di dalam besarnya pengaruh dari independen variabel terhadap dependen variabel. Dimana *dividen payout ratio* selalu berpengaruh secara signifikan, walaupun tingkat pengaruh variabel *dividen payout ratio* terhadap *P/E Ratio* berbeda-beda. Dan hasil dari penelitian ini menyimpulkan bahwa model *P/E Ratio cross-sectional* adalah tidak konsisten di dalam menentukan saham biasa yang dibeli atau dijual dalam jangka pendek. Namun demikian model tersebut dapat membantu di dalam menemukan variabel dan besar pengaruhnya yang menentukan *P/E Ratio* pada titik waktu tertentu.

Penelitian-penelitian terdahulu mengenai faktor-faktor yang mempengaruhi *P/E Ratio* dapat diringkas dalam tabel 2.1 sebagai berikut :

Tabel 2.1  
Ringkasan Penelitian-penelitian Terdahulu

No.	Peneliti	Variabel Yang Diuji	Model	Hasil
1.	Whitbeck dan Kisor (1963)	<i>P/E Ratio</i> , tingkat pertumbuhan laba(g), ratio pembayaran deviden (b), standar deviasi laba yang diharapkan (d)	$P/E = 8,2 + 1,5g + 6,7b - 0,2d$	g dan b mempunyai pengaruh positif terhadap PER, sedangkan d mempunyai pengaruh negatif terhadap <i>P/E Ratio</i> .
2.	Elton dan Gruber (1991)	<i>P/E Ratio</i> , pertumbuhan laba (g), <i>Dividend Pay Out Ratio</i> (DPO), standar deviasi pertumbuhan laba (SD)	$P/E = 8,2 + 1,5g + 0,067 DPO + 0,2 SD$	variabel pertumbuhan laba lebih kuat pengaruhnya dalam keadaan pasar <i>bullish</i> daripada keadaan pasar <i>bearish</i> .
3.	Constand, Freltas dan Sullivan (1991)	dEPI = prosentase perubahan dari kebalikan <i>P/E</i> (reciprocal <i>P/E</i> ) perusahaan I, Nilai Yen denominasi nilai tanah dari skala total aktiva perusahaan (LANDi), Kepemilikan saham oleh lembaga non-finansial (CORPi), Kepemilikan saham oleh lembaga/ perusahaan finansial dan trust company (FINi), Kepemilikan saham oleh investor nasional (INDVi), Kepemilikan saham oleh investor asing pribadi, dana kerjasama, korporasi (FORi), Simpangan baku laba perusahaan (Sdi), Pertumbuhan laba (EGi), Dividen per lembar saham (DGi), Ratio pembayaran deviden (DPOi), Perlakuan akuntansi (RESi)	$dEPI = b_0 + b_1.LANDi + b_2.CORPi + b_3.FINi + b_4.INDVi + b_5.FORi + b_6.Sdi + b_7.EGi + b_8.DGi + b_9.DPOi + b_{10}.RESi$	harga tanah, pola kepemilikan saham perusahaan antara orang asing dan Jepang, pertumbuhan laba yang diharapkan, resiko laba, deviden per lembar saham, dan ratio pembayaran deviden berpengaruh secara signifikan pada <i>P/E Ratio</i> .
4.	Akhmad Rizqoni (1995)	<i>P/E Ratio</i> , pertumbuhan laba, ratio pembayaran deviden, ratio hutang terhadap aktiva, ukuran perusahaan, stabilitas penjualan.	$Y = a_0 + a_1.x_1 + a_2.x_2 + a_3.x_3 + a_4.x_4 + a_5.x_5$	Dalam kondisi baik ( <i>bullish</i> ), rasio pembayaran deviden, <i>leverage</i> , ukuran perusahaan masing-masing berpengaruh kuat pada <i>P/E Ratio</i> .
5.	Kaziba A. Mpataa dan Agus Sartono (1997)	<i>P/E Ratio</i> , <i>fixed asset</i> dari perusahaan (FA), <i>earning growth</i> dari perusahaan (EG), penjualan (SALE), <i>dividend</i> (DIV), ukuran perusahaan (SIZE), <i>return on equity</i> (ROE), <i>leverage</i> (LEV).	$P/E = \beta_0 + \beta_1 FA + \beta_2 EG + \beta_3 SALE + \beta_4 DIV + \beta_5 SIZE + \beta_6 ROE + \beta_7 LEV + e$	Ketujuh variabel tersebut berpengaruh secara signifikan dan konsisten untuk keenam industri yang berbeda.
6.	Agus Sartono dan Misbahul Munir (1997)	<i>P/E Ratio</i> , pertumbuhan EPS (gEPS), total asset (TA), penjualan (SALE), <i>dividend payout ratio</i> (DPR), <i>return on equity</i> (ROE), <i>debt equity ratio</i> (DER).	$P/E = \beta_0 + \beta_1 gEPS + \beta_2 TA + \beta_3 SALES + \beta_4 DPR + \beta_5 ROE + \beta_6 DER$	Perilaku <i>P/E Ratio</i> suatu perusahaan pada industri tertentu dapat dijelaskan oleh variabel-variabel penjualan, <i>dividen payout ratio</i> , <i>debt equity ratio</i> , <i>return on equity</i> , ukuran perusahaan/ total aset dan pertumbuhan laba. Arah hubungan dan tingkat pengaruh masing-masing variabel (baik besar maupun signifikansinya) dalam menjelaskan <i>P/E Ratio</i> berbeda antara industri satu dengan yang lainnya. Kemampuan faktor-faktor yang menjadi penentu <i>P/E Ratio</i> untuk menjelaskan perilaku PER secara bersama-sama juga berbeda antar industri.

7.	Marwan Asri dan Anton N. Heveadi (1999)	<i>P/E Ratio</i> , pertumbuhan laba, <i>dividen payout ratio</i> dan standar deviasi laba	$P/E = b_0 + b_1 g + b_2 d + b_3 s$	Masing-masing model yang dikembangkan untuk periode waktu yang berbeda dengan sampel dan metode yang sama, memberikan hasil yang berbeda. Variabel <i>dividen payout ratio</i> selalu berpengaruh secara signifikan, walaupun tingkat pengaruh variabel <i>dividen payout ratio</i> terhadap <i>P/E Ratio</i> berbeda-beda. Dan hasil dari penelitian ini menyimpulkan bahwa model <i>P/E Ratio cross-sectional</i> adalah tidak konsisten di dalam menentukan saham biasa yang dibeli atau dijual dalam jangka pendek.
----	---	---	-------------------------------------	---

Sumber : berbagai jurnal dan tesis

Berbeda dengan penelitian yang terdahulu, penelitian ini dilakukan khusus pada kelompok perusahaan manufaktur pada tahun 1999. Pada penelitian ini penentuan variabel-variabel independen didasarkan pada model pertumbuhan *dividen* yang dikemukakan oleh Brealy dan Myers (1991) yang kemudian dijabarkan lebih lanjut oleh Fuller dan Faller (1987) mengenai faktor-faktor yang berpengaruh terhadap *P/E Ratio* dan variabel tambahan sesuai dengan pernyataan Constand, Freitas dan Sullivan (1991). Dan penelitian ini juga merupakan kombinasi dari penelitian-penelitian terdahulu. Variabel-variabel independen tersebut adalah pertumbuhan laba, *profit margin*, *leverage*, perputaran aktiva dan ukuran perusahaan yang diharapkan dapat menjelaskan variasi *P/E Ratio*. Begitu pula penggunaan transformasi log dalam model yang dipakai untuk menganalisis pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen dalam penelitian ini, yang diharapkan dapat memberikan hasil statistik yang lebih baik dan dapat dipercaya.

## 2.3 Kerangka Pemikiran Teoritis dan Hipotesa

### 2.3.1 Kerangka Pemikiran Teoritis

Berdasarkan telaah pustaka yang dikembangkan diatas, dimana sesuai model pertumbuhan deviden yang dikemukakan oleh Brealy dan Myers (1991) yang kemudian dijabarkan lebih lanjut oleh Fuller dan Faller (1987) mengenai kemungkinan faktor-faktor yang berpengaruh terhadap *P/E Ratio* dan faktor tambahan sesuai dengan pernyataan Constand, Freitas dan Sullivan (1991), maka faktor-faktor tersebut adalah pertumbuhan laba, *profit margin*, *leverage*, perputaran aktiva dan ukuran perusahaan yang diharapkan dapat menjelaskan variasi *P/E Ratio*.

#### 2.3.1.1 Hubungan Tingkat Pertumbuhan Laba Dengan *P/E Ratio*

Tingkat pertumbuhan laba yang akan diteliti adalah pertumbuhan laba per saham (*Earning Per Share/ EPS*). Pada umumnya pemegang saham dan calon pemegang saham sangat tertarik akan EPS. Karena hal ini menggambarkan jumlah rupiah yang diperoleh untuk setiap lembar saham. Para calon pemegang saham tertarik dengan EPS yang besar, karena hal itu merupakan salah satu indikator keberhasilan emiten. Dengan memperhatikan pertumbuhan laba per lembar saham tersebut dapat dilihat prospek perusahaan di masa yang akan datang sehingga akan mempengaruhi keputusan investor dalam berinvestasi. Tingkat pertumbuhan laba atau *earning growth* berpengaruh langsung pada *P/E Ratio*. Bila harga saham mencerminkan kapitalisasi dari laba yang diharapkan di masa mendatang maka peningkatan laba akan meningkatkan harga saham dan

total kapitalisasi pasar. Bila investor yakin bahwa pertumbuhan laba ini terdukung baik, *P/E Ratio* akan meningkat.

#### **2.3.1.2 Hubungan *Profit Margin* Dengan *P/E Ratio***

*Profit margin* merupakan rasio antara laba dibandingkan dengan penjualan. *Profit margin* mengukur laba berkenaan dengan peningkatan penjualan. Semakin besar nilai *profit margin*, maka semakin efisien biaya yang dikeluarkan, yang berarti semakin besar tingkat laba yang dihasilkan. Dan bila harga saham mencerminkan kapitalisasi dari laba yang diharapkan di masa mendatang maka peningkatan laba akan meningkatkan harga saham. Peningkatan harga saham ini akan meningkatkan *P/E Ratio*. Dengan kata lain *profit margin* berhubungan positif dengan *P/E Ratio*.

#### **2.3.1.3 Hubungan *Leverage* Dengan *P/E Ratio***

*Leverage* merupakan perbandingan antara total hutang dengan total aktiva. Hal ini menggambarkan seberapa besar perusahaan menggunakan hutang dalam struktur modalnya. Bagi investor *leverage* merupakan *proxy* resiko finansial, karena *leverage* merupakan penggunaan dana yang disertai dengan beban tetap. Dimana semakin besar *leverage*, semakin besar bunga yang harus dibayar oleh emiten yang bersangkutan. Hal ini akan berpengaruh negatif terhadap *P/E Ratio*, karena resiko berhubungan negatif dengan *P/E Ratio*. Dengan kata lain kenaikan *leverage* akan menurunkan nilai *P/E Ratio*.

#### 2.3.1.4 Hubungan Perputaran aktiva Dengan *P/E Ratio*

Perputaran aktiva atau *asset turn over* (ATO) merupakan perbandingan antara penjualan total dengan total aktiva. Perputaran aktiva mengukur seberapa baiknya efisiensinya seluruh aktiva perusahaan digunakan untuk menunjang atau meningkatkan penjualan. Semakin besar *asset turn over* akan semakin baik karena berarti semakin efisien seluruh aktiva digunakan untuk menunjang kegiatan penjualan. Sehingga semakin tinggi ATO maka semakin besar kemungkinan untuk meningkatkan laba. Dan bila harga saham mencerminkan kapitalisasi dari laba yang diharapkan di masa mendatang maka peningkatan laba akan meningkatkan harga saham. Peningkatan harga saham ini akan meningkatkan *P/E Ratio*. Dengan kata lain ATO berhubungan positif dengan *P/E Ratio*.

#### 2.3.1.5 Hubungan Ukuran Perusahaan Dengan *P/E Ratio*

Berdasarkan penelitian Basu (1977), Reinganum (1981-1982), Cook dan Rozeff (1984), Keown, Pinkerton, dan Chen (1987) yang dikutip oleh Constand, Freitas dan Sullivan (1991), ditemukan bahwa *P/E Ratio* mempunyai hubungan dengan ukuran perusahaan (*firm size*) dan resiko tidak sistematis lainnya. Lebih lanjut, mereka menyatakan bahwa semakin besar ukuran perusahaan semakin kecil resikonya. Dimana para investor akan semakin aman memiliki saham perusahaan yang berukuran besar. Dengan begitu investor akan lebih berminat untuk memiliki saham perusahaan yang berukuran besar. Hal ini tentunya akan berpengaruh terhadap harga saham. Sehingga hal ini akan berpengaruh positif terhadap *P/E Ratio*, karena harga saham berhubungan positif dengan *P/E Ratio*.

Dengan kata lain semakin besar ukuran perusahaan, semakin investor berminat akan saham perusahaan tersebut, sehingga semakin tinggi harga saham tersebut. Dan hal ini akan menaikkan nilai *P/E Ratio*.

Apa yang telah dijelaskan diatas mengenai hubungan antar variabel-variabel yang mempengaruhi *P/E Ratio* bisa jadi tidak sesuai dengan teori/hipotesis yang akan diajukan. Hasil yang tidak sesuai dengan teori/hipotesis yang akan diajukan terutama arah hubungan dari beberapa variabel mungkin disebabkan oleh :

1. Perubahan selera pasar

Perubahan selera pasar maupun kondisi dan situasi di pasar modal ini selalu berubah sewaktu-waktu, seringkali cepat dan perubahannya drastis (Elton dan Gruber, 1995). Berdasarkan penelitian dari Gruber (1971, dalam Asri dan Heveadi, 1999) membuktikan bahwa pengaruh dari deviden, pertumbuhan, dan tiga variabel resiko (*instabilitas earning, financial leverage, dan size*) terhadap harga selalu berubah dari tahun ke tahun. Begitu pula hasil penelitian yang dilakukan oleh Marwan Asri dan Anton N. Heveadi (1999) juga mendukung akan hal ini, dimana temuannya adalah bahwa masing-masing model yang dikembangkan untuk periode waktu yang berbeda dengan sampel dan metode yang sama, memberikan hasil yang berbeda.

2. Akibat inefisiensi pasar modal.

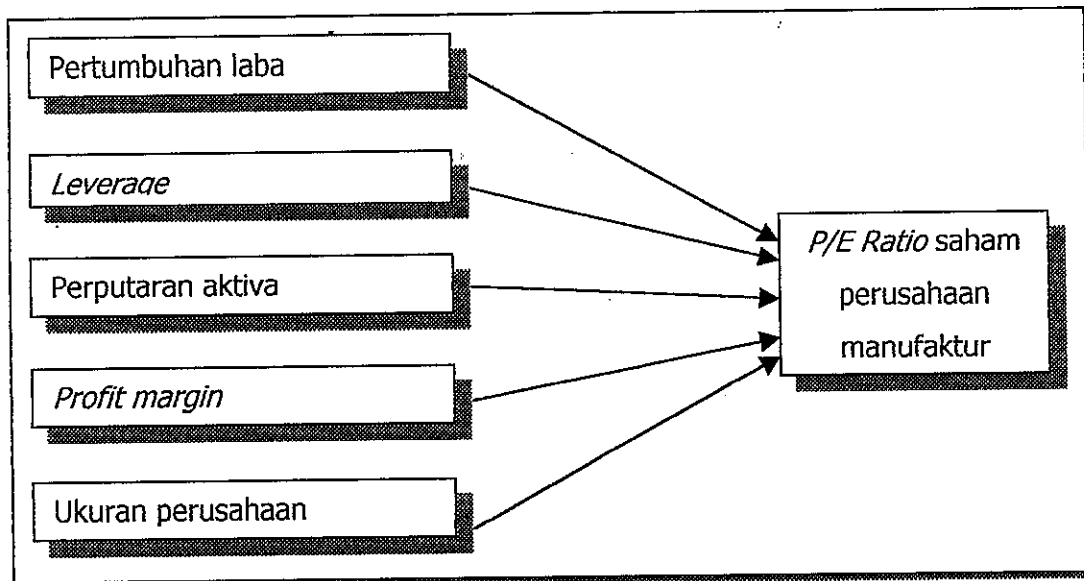
Dalam pasar modal, informasi merupakan faktor penting yang menjadi dasar dalam investasi saham. Informasi yang diserap dan dimanfaatkan

secara efisien hanya terjadi pada pasar modal dalam bentuk yang paling efisien (Damodaran, 1991). Pasar modal yang efisien secara kenyataan hampir tidak dapat dipenuhi, semua pasar modal berada di bawah tingkat efisiensi sempurna. Harga sekuritas yang ada dalam pasar merupakan cerminan dari informasi relevan lain yang terpublikasi maupun yang tidak terpublikasi. Pada kenyataannya informasi-informasi tersebut belum terefleksikan dengan baik pada harga saham sekarang dan harga saham cenderung baru bisa menyesuaikan setelah kurun waktu tertentu. Sehingga dengan adanya inefisiensi dari pasar modal tersebut akan berakibat suatu informasi kurang dapat terserap dengan baik pada harga saham sekarang. Ketidakefisienan ini terjadi secara terus menerus dan cenderung tetap ada sepanjang waktu dan juga bersifat stabil. Oleh karena akibat dari sebagian investor yang tidak mempunyai akses informasi yang akurat mengenai emiten, khususnya informasi mengenai faktor-faktor yang mempengaruhi *P/E ratio*, tetapi di lain pihak ada juga investor yang bisa mendapatkan informasi lengkap emiten tersebut. Sehingga terjadi ketidakmerataan dalam penyerapan informasi ini menyebabkan adanya informasi biasa dan informasi eksklusif ataupun informasi bias dan informasi akurat di kalangan investor. Hal ini mempengaruhi penilaian investasi dan keputusan investasi dari investor, sehingga akibatnya tindakan tersebut ikut mempengaruhi harga saham dan nilai *P/E ratio*. Kondisi ini merupakan salah satu pembuktian dari suatu tingkat efisiensi pasar modal yang masih belum kuat (Levy dan Sarnat, 1984).



Berdasarkan uraian diatas maka, sebuah model konseptual dapat dikembangkan seperti yang disajikan dalam diagram berikut ini :

Gambar 2.1  
Kerangka Pemikiran Teoritis  
Faktor-faktor Yang Berpengaruh Terhadap P/E Ratio



### 2.3.2 Hipotesis

Berdasarkan latar belakang, rumusan masalah, tujuan penelitian dan landasan teori serta penelitian sebelumnya, ditetapkan hipotesis sebagai berikut :

1. *Pertumbuhan laba* mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap *P/E Ratio* saham perusahaan manufaktur.
2. *Leverage* mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap *P/E Ratio* saham perusahaan manufaktur.
3. *Perputaran aktiva* mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap *P/E Ratio* saham perusahaan manufaktur.
4. *Profit margin* mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap *P/E Ratio* saham perusahaan manufaktur.

5. Ukuran perusahaan mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap *P/E Ratio* saham perusahaan manufaktur.
6. Pertumbuhan laba, *profit margin*, *leverage*, perputaran aktiva, ukuran perusahaan secara bersama-sama/ simultan mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap *P/E Ratio* saham perusahaan manufaktur.

## 2.4 Definisi Operasional Variabel

Variabel-variabel penelitian, indikator, skala dan pengukuran ini dapat dilihat dalam tabel 2.2 berikut ini :

Tabel 2.2  
Jenis Variabel Penelitian, Indikator, Skala Dan Pengukuran

Jenis Variabel	Indikator	Skala	Pengukuran
<i>Price Earning Ratio</i> (PER)	PER	Ratio	$PER = \frac{\text{harga penutupan akhir tahun}}{\text{laba per saham}}$
Pertumbuhan Laba	Tingkat Pertumbuhan Laba	Ratio	$\text{Tingkat Pertumbuhan Laba} = \frac{EPSt - EPSt-1}{EPSt-1}$
<i>Leverage</i>	Leverage Ratio	Ratio	$\text{Leverage Ratio} = \frac{\text{total hutang}}{\text{total aktiva}}$
Perputaran Aktiva/ <i>Asset turn over</i> (ATO)	ATO	Ratio	$ATO = \frac{\text{penjualan total}}{\text{total aktiva}}$
<i>Profit margin</i>	PM	Ratio	$PM = \frac{\text{laba setelah pajak}}{\text{penjualan bersih}}$
Ukuran perusahaan	Besarnya total aset	Ratio	Total aset tahunan perusahaan

Variabel-variabel yang digunakan dalam penelitian ini mempunyai perbedaan ukuran dimana untuk *P/E Ratio*, pertumbuhan laba, *leverage*, perputaran aktiva dan *profit margin* menggunakan ukuran relatif sedangkan untuk variabel ukuran perusahaan menggunakan ukuran absolut. Sehingga untuk

menyamakan ukuran dan untuk mengurangi dampak dari kesalahan pengukuran serta *outliners*, maka digunakanlah transformasi log. Penggunaan dari transformasi log ini menurut Mpaata dan Sartono (1997) karena dapat memberikan hasil statistik yang lebih dapat dipercaya di dalam : (a) menghasilkan sebagai suatu distribusi data yang normal; (b) memberikan hasil yang sama terhadap yang dapat diturunkan dari transformasi biasa dan (c) mengurangi dampak dari kesalahan pengukuran, *outliners* dan *residual heteroscedasticity* pada hasil regresinya.

Untuk lebih jelasnya variabel-variabel yang akan diteliti dalam penelitian ini terdiri dari :

1. Variabel dependen yaitu *P/E Ratio* merupakan transformasi log dari *P/E Ratio*. Dimana PER diperoleh dengan rumus sebagai berikut :

$$PER = \frac{\text{harga penutupan akhir tahun}}{\text{laba per saham}}$$

2. Variabel independen yaitu :

- a. Pertumbuhan laba merupakan pertumbuhan laba per lembar saham (EPS) tahunan perusahaan. Dimana pertumbuhan laba diperoleh dengan rumus sebagai berikut :

$$\text{Tingkat Pertumbuhan Laba} = \frac{EPSt - EPSt - 1}{EPSt - 1}$$

- b. *Leverage* merupakan transformasi log dari *leverage ratio* . Dimana *leverage* diperoleh dengan rumus sebagai berikut :

$$\text{Leverge Ratio} = \frac{\text{total hutang}}{\text{total aktiva}}$$

- c. Perputaran aktiva/ *Asset turn over* (ATO) merupakan transformasi log dari perputaran aktiva/ *Asset turn over* (ATO) perusahaan. Dimana *Asset turn over* (ATO) diperoleh dengan rumus sebagai berikut :

$$\text{ATO} = \frac{\text{penjualan total}}{\text{total aktiva}}$$

- d. *Profit margin* merupakan transformasi log dari *profit margin*/ PM perusahaan. Dimana *profit margin* (PM) diperoleh dengan rumus sebagai berikut :

$$\text{PM} = \frac{\text{laba setelah pajak}}{\text{penjualan bersih}}$$

- e. Ukuran perusahaan merupakan transformasi log dari total aset (TA) tahunan perusahaan.

## **BAB III**

### **METODE PENELITIAN**

#### **3.1 Jenis dan Sumber Data**

Penelitian ini menggunakan data sekunder berupa laporan keuangan tahunan per 31 Desember 1999. Data laporan keuangan tahunan khususnya terdapat dalam *Indonesian Capital Market Directory 2000* yang diterbitkan *Institute For Economic and Financial Research*.

#### **3.2 Populasi dan Penentuan Sampel**

Populasi yaitu kesatuan pengamatan yang sudah ditentukan batas-batasnya (Arsyad, 1997). Adapun populasi dalam penelitian ini, merupakan keseluruhan perusahaan kelompok perusahaan manufaktur yang memenuhi persyaratan sebagai berikut :

1. Perusahaan yang dijadikan obyek pengamatan sekurang-kurangnya telah *listing* di BEJ pada tahun 1998.
2. Perusahaan yang dijadikan obyek pengamatan memiliki *earning per share* positif.
3. Perusahaan yang dijadikan obyek pengamatan menampilkan laporan keuangan yang lengkap setiap tahun dari tahun 1998–1999.

Sehingga dengan menggunakan persyaratan tersebut diperoleh 44 perusahaan yang kemudian akan digunakan sebagai sampel dalam penelitian ini.

### 3.3 Prosedur Pengumpulan Data

Prosedur pengumpulan data dengan cara teknik dokumentasi yaitu dengan mengumpulkan terbitan atau media cetak dimana terdapat data laporan keuangan perusahaan manufaktur yang go publik dan berisi tentang BEJ serta literatur lainnya. Data laporan keuangan tahunan khususnya terdapat dalam *Indonesian Capital Market Directory 2000* yang diterbitkan *Institute For Economic and Financial Research*.

### 3.4 Teknik Analisis

Untuk analisis digunakan teknik regresi berganda dengan bantuan program komputer SPSS. Model yang digunakan dalam menganalisis pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen adalah model regresi berganda sebagai berikut :

$$\text{Log P/E} = \beta_0 + \beta_1 \text{gEPS} + \beta_2 \log \text{LEV} + \beta_3 \log \text{ATO} + \beta_4 \log \text{PM} + \beta_5 \log \text{SIZE}$$

Dimana :

P/E = *Price Earning Ratio*

gEPS = pertumbuhan laba

LEV = *leverage/ debt equity ratio*

ATO = *Asset turn over*

PM = *Profit Margin*

SIZE = ukuran perusahaan

Koefisien determinasi ( $=R^2$ ) dari hasil analisis regresi berganda menunjukkan tingkat kejelasan yang dapat diberikan oleh model terhadap perubahan variabel terikat. Secara umum nilai  $R^2$  terletak pada nilai 0 sampai dengan 1 ( $0 < R^2 < 1$ ). Nilai  $R^2$  dapat dirumuskan sebagai berikut (Gujarati, 1995) :  
 $R^2 = ESS/TSS$ ;  $ESS = \text{Explained Sum of Square}$ .  $TSS = ESS + RSS$ ;  $RSS = \text{Residual Sum of Square}$ . Koefisien korelasi ganda dihitung :  $r = \sqrt{R^2}$ .

Pengujian statistik untuk hipotesis digunakan uji baku : Uji F dan Uji t. Uji F digunakan untuk menguji pengaruh variabel-variabel bebas secara bersama-sama terhadap P/E ratio melalui hipotesis :

$$H_0 : b_1 = b_2 = b_3 = b_4 = b_5 = 0$$

$$H_a : b_1 \neq b_2 \neq b_3 \neq b_4 \neq b_5 \neq 0$$

Bila F hitung  $>$  F tabel maka  $H_0$  ditolak dan bila F hitung  $<$  F tabel maka  $H_0$  diterima. Tingkat signifikansi atau *level of significant* ditetapkan sebesar 0,05. Besarnya F hitung ditentukan dengan rumus sebagai berikut (Gujarati, 1995):

$$F \text{ hitung} = \frac{R^2 / (k - 1)}{(1 - R^2) / (n - k)}$$

dimana :

k = jumlah variabel bebas

n = jumlah sampel

$R^2$  = koefisien determinan

Uji t digunakan untuk melihat tingkat signifikansi tiap koefisien regresi variabel bebas secara individual melalui hipotesis :

$$H_0 : b_1 = 0; H_a : b_1 \neq 0$$

Bila  $t$  hitung  $> t$  tabel maka  $H_0$  ditolak dan bila  $t$  hitung  $< t$  tabel maka  $H_0$  diterima.  $H_0$  ditolak berarti parameter  $b_1 = 0$  dan dinyatakan  $b_1$  adalah signifikan sehingga perubahan  $P/E$  ratio dipengaruhi oleh variabel bebas yang bersangkutan. Selanjutnya, untuk tiap parameter lainnya  $b_2$ ,  $b_3$ ,  $b_4$  dan  $b_5$  dari masing-masing variabel bebas lainnya dilakukan pengujian dengan cara yang sama. Perhitungan  $t$  hitung dilakukan dengan rumus (Gujarati, 1995) :

$$t \text{ hitung} = \frac{b_i}{S_{b_i}}$$

dimana :

$b_i$  = parameter variabel bebas

$S_{b_i}$  = standar deviasi parameter  $b_i$

Harga  $t$  hitung pada pengujian parameter ini menunjukkan tingkat dominasi pengaruh variabel bebas tersebut pada  $P/E$  ratio.

### 3.5 Kriteria Ekonometrika (*Second Order Test*)

Kriteria ekonometrika dimaksudkan untuk menyelidiki apakah ada penyimpangan asumsi model klasik, yaitu meliputi :

#### 1. Pengujian ada tidaknya multikolinearitas

Uji multikolinearitas digunakan untuk menguji apakah pada model regresi ditemukan adanya korelasi antar variabel independent. Jika terjadi korelasi, maka dinamakan terdapat problem multikolinearitas (multiko) (Santoso, 2000).

Salah satu metode untuk menguji ada tidaknya multikolinearitas pada penelitian ini adalah dengan (Ghozali, 2001):



- Matriks korelasi variabel-variabel bebas

Pedoman untuk melihat model regresi yang bebas multiko adalah jika koefisien korelasi antar variabel *independent* haruslah lemah (di bawah 0,5). Tetapi jika koefisien korelasi antar variabel *independent* nilainya diatas 0,5 (yang berarti korelasinya kuat), maka hal ini merupakan indikasi adanya multikolinearitas (Santoso, 2000).

- Dengan melihat besaran *variance inflation factor* (VIF) dan *tolerance*.

Pedoman suatu model regresi yang bebas multiko dilihat dari nilai *cut off* yang umum dipakai adalah nilai *tolerance* 0,10 atau sama dengan nilai VIF diatas 10. Dimana bila nilai *tolerance* menunjukkan tidak ada variabel bebas yang memiliki nilai *tolerance* kurang dari 10%, berarti tidak ada korelasi antar variabel bebas yang nilainya lebih dari 95%. Begitu pula bila nilai VIF menunjukkan tidak ada satu variabel bebas yang memiliki nilai VIF lebih dari 10, berarti tidak ada multikolinearitas antar variabel bebas dalam model regresi. Hal ini juga senada dengan pendapat Hair et.al (1996) menyatakan bahwa multikolinearitas antar variabel bebas dalam model regresi tidak terjadi jika nilai VIF kurang dari 10.

Apabila multikolinearitas ditemukan sebagai masalah yang serius, maka prosedur berikut dapat disarankan, yaitu :

- Memperbesar ukuran sampel.
- Transformasi variabel.

- Mengeluarkan satu atau lebih variabel bebas yang mempunyai korelasi yang tinggi dari model regresi dan identifikasikan variabel bebas lainnya untuk membantu prediksi.
- Menggunakan model dengan variabel bebas yang mempunyai korelasi yang tinggi hanya semata-mata untuk prediksi (dengan jangan mencoba untuk menginterpretasikan koefisien regresinya).
- Menggunakan korelasi sederhana antara setiap variabel bebas dan variabel terikatnya untuk memahami hubungan variabel bebas dan variabel terikatnya.
- Menggunakan metode analisis yang lebih canggih seperti Bayesian *regression* atau dalam kasus khusus dengan Ridge *regression*.

## 2. Pengujian ada-tidaknya heterokedastisitas

Uji heterokedastisitas digunakan untuk menguji apakah pada model regresi terjadi ketidaksamaan variance dari residual satu pengamatan ke pengamatan lainnya. Jika variance dari residual satu pengamatan ke pengamatan yang lain tetap, maka disebut homoskedastisitas dan jika berbeda disebut heterokedastisitas. Model regresi yang baik adalah yang homoskedastisitas atau tidak terjadi heterokedastisitas. Kebanyakan data *cross section* mengandung situasi heterokedastisitas karena data ini menghimpun data yang mewakili berbagai ukuran (kecil, sedang dan besar). Salah satu metode untuk menguji ada tidaknya heterokedastisitas pada penelitian ini adalah dengan :

□ Analisis grafik

Pedoman untuk melihat apakah terdapat heterokedastisitas di dalam model regresi dengan menggunakan analisis grafik adalah jika ada pola tertentu, seperti titik-titik yang ada membentuk pola tertentu yang teratur (bergelombang, melebar kemudian menyempit), maka mengindikasikan telah terjadi heteroskedastisitas. Tetapi jika tidak ada pola yang jelas, serta titik-titik menyebar di atas dan di bawah angka 0 pada sumbu Y, maka tidak terjadi heteroskedastisitas.

□ Metode Glejser

Sesudah hasil regresi suatu model regresi diperoleh, Glejser mengusulkan untuk meregresikan nilai absolut *residuals* yang diperoleh yaitu :  $|e_i|$  atas variabel  $X_i$ . Salah satu bentuk regresi yang diajukan adalah sebagai berikut :

$$|e_i| = \alpha_0 + \alpha_1 X_i + \dots + \alpha_n X_m + v_i$$

Dimana :  $v_i$  adalah *error terms*

Jika koefisien regresi signifikan maka terdapat heterokedastisitas di dalam data, begitu pula sebaliknya apabila koefisien tidak signifikan, maka tidak terdapat heterokedastisitas di dalam data (Gujarati, 1995).

Ada beberapa cara yang dapat dilakukan untuk mengatasi atau melakukan koreksi karena kehadiran situasi heterokedastisitas yaitu :

- Melakukan transformasi dengan membagi model regresi asal, dengan salah satu variabel bebas yang digunakan dalam model tersebut.

- Melakukan transformasi log.

### 3. Pengujian normalitas

Uji normalitas bertujuan untuk menguji apakah dalam sebuah model regresi, variabel dependen, variabel independent atau keduanya mempunyai distribusi normal ataukah tidak. Model regresi yang baik adalah memiliki distribusi data normal atau mendekati normal (Santoso, 2000). Untuk menguji apakah distribusi data normal atau tidak, pada penelitian ini dapat dilakukan beberapa cara yaitu (Ghozali, 2001):

- Analisis grafik

Pedoman untuk melihat model regresi memenuhi asumsi normalitas dengan menggunakan analisis grafik ini adalah jika data menyebar di sekitar garis diagonal dan mengikuti arah garis diagonal atau grafik histogramnya menunjukkan pola distribusi normal, maka model regresi memenuhi asumsi normalitas. Tetapi jika data menyebar jauh dari garis diagonal dan/ atau tidak mengikuti arah garis diagonal atau grafik histogramnya tidak menunjukkan pola distribusi normal, maka model regresi tidak memenuhi asumsi normalitas.

- Kolmogorov – Smirnov test

Jika nilai Kolmogorov – Smirnov Z tidak signifikan maka semua data yang ada terdistribusi secara normal. Tetapi bila nilai Kolmogorov – Smirnov Z signifikan maka semua data yang ada tidak terdistribusi secara normal.

## BAB IV

### HASIL DAN PEMBAHASAN

#### 4.1 Gambaran Umum Obyek Penelitian

##### 4.1.1 Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Jakarta

Obyek penelitian disini adalah perusahaan manufaktur yang *go public* atau yang tercatat di BEJ dengan periode pengamatan pada tahun 1999. Pada akhir tahun 1999 jumlah perusahaan manufaktur berjumlah 147 perusahaan atau 52% dari 281 perusahaan yang tercatat di BEJ sampai dengan akhir tahun 1999. Perusahaan-perusahaan manufaktur ini digolongkan ke dalam 20 bidang usaha *manufacturing* atau kelompok usaha manufaktur. Rincian keadaan jenis usaha perusahaan manufaktur yang ada di BEJ dapat dilihat pada tabel 4.1 sebagai berikut :

Tabel 4.1  
Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Jakarta

No	Golongan Usaha	1999
1.	Food and Beverages	21
2.	Tobacco Manufactures	3
3.	Textile Mile Products	9
4.	Apparel and Other Textile Products	15
5.	Lumber and Wood Products	5
6.	Paper and Allied Products	6
7.	Chemical and Allied Products	8
8.	Adhesive	4
9.	Plastics and Glass Products	11
10.	Cement	3
11.	Metal and Allied Products	11
12.	Fabricated Metal Products	3
13.	Stone, Clay, Glass and Concrete Products	4
14.	Machinery	2
15.	Cable	6
16.	Electric and Electronic Equipment	5
17.	Automotive and Allied Products	16
18.	Photographic Equipment	3
19.	Pharmaceuticals	8
20.	Consumer Goods	4
Jumlah		147

Sumber : *Indonesian Capital Market Directory 2000*

Dari tabel diatas dapat dilihat bahwa jenis usaha yang paling banyak dalam kelompok usaha manufaktur adalah kelompok usaha *food and beverages* yaitu berjumlah 21 perusahaan dari total 147 perusahaan manufaktur, sedangkan jenis usaha yang paling sedikit dalam kelompok usaha manufaktur adalah kelompok usaha *Machinery* yang hanya berjumlah 2 perusahaan dari total 147 perusahaan manufaktur.

Sedangkan perusahaan manufaktur yang *go public* atau yang tercatat di BEJ dengan periode pengamatan pada tahun 1999, yang menjadi sampel dalam penelitian ini termasuk dalam golongan usaha yang dapat dilihat pada tabel 4.2. Dari tabel 4.2 tersebut dapat dilihat ternyata tidak semua kelompok usaha manufaktur yang menjadi sampel dalam penelitian ini. Perusahaan yang terdapat pada kelompok usaha manufaktur yaitu *Food and Beverages* ternyata paling banyak menjadi sampel dalam penelitian ini yaitu berjumlah 9 perusahaan.

Tabel 4.2  
Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Jakarta Yang Menjadi Sampel Dalam Penelitian

No	Nama Perusahaan	Golongan Usaha	Jumlah
1.	PT. Aqua Golden Mississippi	Food and Beverages	9
2.	PT. Delta Djakarta		
3.	PT. Indofood Sukses Makmur		
4.	PT. Mayora Indah		
5.	PT. Multi Bintang Indonesia		
6.	PT. Sari Husada		
7.	PT. Siantar Top		
8.	PT. SMART Corporation		
9.	PT. Ultrajaya Milk Industry & Trading Company		
10.	PT. BAT Indonesia	Tobacco Manufactures	2
11.	PT. Gudang Garam		
12.	PT. Century Textile Industry (CENTEX)	Textile Mile Products	4
13.	PT. Eratex Djaja Ltd.		
14.	PT. Roda Vivatex		
15.	PT. Sunson Textile Manufacturer		
16.	PT. Ever Shine Textile Industry	Apparel and Other Textile Products	4
17.	PT. Indo Rama Synthetics		
18.	PT. Pan Brothers Tex		
19.	PT. Sepatu Bata		
20.	PT. Daya Sakti Unggul Corporation	Lumber and Wood Products	1
21.	PT. Pabrik Kertas Tjiwi Kimia	Paper and Allied Products	1
22.	PT. Lautan Luas	Chemical and Allied Products	3
23.	PT. Unggul Indah Cahaya		
24.	PT. Asahimas Flat Glass Co. Ltd		
25.	PT. Berlina Co. Ltd.	Plastics and Glass Products	4
26.	PT. Dynaplast		
27.	PT. Igar Jaya		
28.	PT. Van Der Horst Indonesia		
29.	PT. Semen Gresik (Persero)	Cement	1
30.	PT. Alumindo Light Metal Industry	Metal and Allied Products	4
31.	PT. Citra Tubindo		
32.	PT. Indal Aluminium Industry		
33.	PT. Tembaga Mulia Semanan		
34.	PT. Kedaung Indah Can	Fabricated Metal Products	2
35.	PT. Kedawung Setia Industrial		
36.	PT. Goodyear Indonesia	Automotive and Allied Products	4
37.	PT. Intraco Penta		
38.	PT. Selamat Sempurna		
39.	PT. Tunas Ridean		
40.	PT. Merck Indonesia	Pharmaceuticals	2
41.	PT. Tempo Scan Pacific		
42.	PT. Mustika Ratu	Consumer Goods	3
43.	PT. Tancho Indonesia		
44.	PT. Unilever Indonesia		
Total			44

Sumber : *Indonesian Capital Market Directory 2000*

## 4.2 Proses dan Hasil Analisis

### 4.2.1 Kriteria Ekonometrika (*Second Order Test*)

Menurut Algifari (1997) suatu model dinyatakan baik untuk alat prediksi apabila mempunyai sifat-sifat *Best, Linearity, Unbiased, Estimated* (BLUE). Kondisi ini akan terjadi jika dipenuhi beberapa asumsi, yang disebut dengan asumsi klasik, sebagai berikut :

1. Non Multikolinearitas

Artinya, antara variabel independen yang satu dengan variabel independen yang lain dalam model regresi tidak saling berhubungan secara sempurna atau mendekati sempurna.

2. Homoskedastisitas

Artinya, varian variabel independen adalah konstan (sama) untuk setiap nilai tertentu variabel independen.

3. Non-Autokorelasi

Artinya, tidak terdapat pengaruh dari variabel dalam model melalui tenggang waktu (*time lag*). Misalnya, nilai suatu variabel saat ini akan berpengaruh terhadap nilai variabel pada masa yang akan datang. Menurut model klasik ini tidak mungkin terjadi.

4. Nilai rata-rata kesalahan (*error*) populasi pada model stokastiknya sama dengan nol.

5. Variabel independen adalah non stokastik (nilainya konstan pada setiap percobaan yang dilakukan secara berulang)

6. Distribusi kesalahan (*error*) adalah normal.



Kesalahan spesifik model dapat menyebabkan tidak terpenuhinya asumsi-asumsi diatas. Kesalahan spesifik model akan menyebabkan nilai residual menjadi tidak informatif dan estimasi parameter akan cenderung bias. Untuk menghindari masalah tersebut diperlukan pertimbangan yang mendalam untuk membuat suatu bentuk hubungan antara variabel dependen dan independen.

Teori-teori yang mendasari hubungan antar variabel dan hasil penelitian empirik terdahulu dapat dijadikan pertimbangan untuk meminimalkan kesalahan spesifik model (Wittink, 1988).

Dalam penelitian yang menggunakan data sekunder, dimana peneliti tidak dapat mengontrol datanya, maka asumsi terhadap variabel yang harus non stokastik (asumsi kelima) tidak mutlak harus dipenuhi. Analisis regresi masih dapat dilakukan sepanjang masih dapat diberikan alasan, pembatasan dan persyaratan.

Pelanggaran asumsi ketiga dapat diabaikan karena karena data yang digunakan adalah data *cross section* dan autokorelasi biasanya tidak muncul dalam data *cross-sectional* (Arif, 1993; Gujarati, 1995 dan Sumodiningrat, 1996). Begitu pula pelanggaran asumsi keempat, juga dapat diabaikan karena hanya akan berpengaruh pada nilai intersep regresi yang dalam penelitian ini tidak dipertimbangkan.

Dengan demikian hanya tinggal asumsi pertama (non-multikolinearitas), asumsi kedua (homoskedastisitas), dan asumsi keenam (normalitas) yang akan dipertimbangkan dalam penelitian ini.

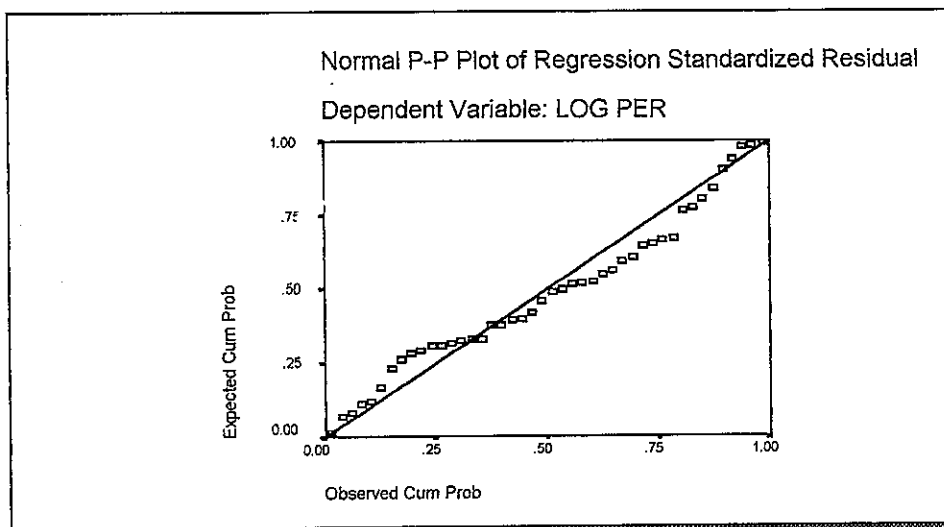
#### 4.2.1.1 Uji Normalitas Data

Uji normalitas data dilakukan untuk mengetahui kondisi data yang ada agar dapat menentukan model analisis yang paling tepat digunakan. Uji normalitas data dalam penelitian ini terdiri dari analisis grafik dan uji *Kolmogorov Smirnov* satu arah.

##### □ Analisis grafik

Pada gambar berikut disajikan hasil analisis grafik.

Gambar 4.1  
Hasil Analisis Grafik Uji Normalitas



Pedoman bahwa suatu model regresi memenuhi asumsi normalitas dengan menggunakan analisis grafik adalah jika data menyebar di sekitar garis diagonal dan mengikuti arah garis diagonal atau grafik histogramnya menunjukkan pola distribusi normal, maka model regresi memenuhi asumsi normalitas. Tetapi jika data menyebar jauh dari garis diagonal dan / atau tidak mengikuti arah garis diagonal atau grafik histogramnya tidak menunjukkan pola distribusi normal, maka model regresi tidak memenuhi asumsi normalitas (Ghozali, 2001).

Dari gambar diatas dapat disimpulkan bahwa data menyebar di sekitar garis diagonal dan mengikuti arah garis diagonal, maka model regresi memenuhi asumsi normalitas.

□ *Kolmogorov – Smirnov test*

Uji *Kolmogorov Smirnov* satu arah dilakukan untuk mengetahui apakah suatu data terdistribusi secara normal atau tidak secara statistik. Hair et. al (1996) menyatakan bahwa uji *Kolmogorov Smirnov* merupakan metode yang umum digunakan untuk menguji normalitas data. Uji ini dilakukan dengan menggunakan tingkat kepercayaan 5%. Sehingga suatu data terdistribusi secara normal atau tidak secara statistik dengan melihat nilai signifikansinya. Dimana bila nilai signifikansi dari variabel mempunyai tingkat signifikansi diatas 0,05 (yang berarti tidak signifikan) maka data terdistribusi secara normal. Tetapi bila nilai signifikansi dari variabel mempunyai tingkat signifikansi dibawah 0,05 (yang berarti signifikan) maka data tidak terdistribusi secara normal. Pada tabel berikut ini akan disajikan hasil uji *Kolmogorov Smirnov* satu arah.

Tabel 4.3  
Hasil Uji *Kolmogorov Smirnov* Satu Arah

Nama Variabel	Kolmogorov Smirnov Z Statistik	Signifikansi
P/E = <i>Price Earning Ratio</i>	0,797	0,550
gEPS = pertumbuhan laba	1,009	0,156
LEV = <i>leverage/ debt equity ratio</i>	0,480	0,975
ATO = <i>Asset turn over</i>	0,853	0,461
PM = <i>Profit Margin</i>	0,838	0,483
SIZE = ukuran perusahaan	1,192	0,117

Sumber : Data Sekunder, diolah

Dari tabel tersebut diatas dapat disimpulkan bahwa semua data yang ada terdistribusi secara normal. Hal ini dapat dilihat pada semua nilai *Kolmogorov Smirnov Z* yang tidak signifikan (yaitu diatas 0,05).

#### 4.2.1.2 Uji Multikolinearitas

Uji multikolinearitas ini bertujuan untuk mengetahui apakah tiap-tiap variabel bebas saling berhubungan secara linier. Pengujian ini dilakukan dengan :

- Matriks korelasi variabel-variabel bebas

Multikolinearitas terjadi jika antar variabel bebas ada korelasi yang cukup tinggi (umumnya diatas 0,90) (Ghozali, 2001). Berikut ini akan disajikan hasil analisis korelasi untuk menggambarkan antar variabel bebas.

Tabel 4.4  
Koefisien Korelasi Masing-Masing Variabel Bebas

Variabel	ATO	LEV	gEPS	PM	SIZE
ATO	1,000				
LEV	-0,280	1,000			
gEPS	0,197	-0,326	1,000		
PM	-0,145	0,414	-0,225	1,000	
SIZE	0,383	-0,444	0,185	-0,004	1,000

Sumber: Data Sekunder, diolah

Dari tabel diatas, tampak bahwa korelasi antara variabel-variabel bebas menunjukkan tidak adanya korelasi yang mempunyai nilai lebih besar dari 0,90. Sehingga dapat disimpulkan tidak terdapat multikolinearitas pada variabel-variabel bebas yang digunakan pada penelitian ini.

- Dengan melihat besaran *variance inflation factor* (VIF) dan *tolerance*.

Nilai *cut-off* yang umum dipakai untuk melihat tidak adanya multikolinearitas antar variabel bebas dalam model regresi adalah dengan melihat *tolerance value* dari semua variabel mempunyai nilai diatas 0,10 dan nilai *Variance Inflation Factors* (VIF) di bawah 10 (Ghozali, 2001). Berikut ini disajikan besaran *variance inflation factor* (VIF) dan *tolerance*.

Tabel 4.5  
Hasil Uji Multikolinearitas

Nama Variabel	<i>Tolerance</i>	VIF
gEPS = pertumbuhan laba	0,871	1,148
LEV = leverage/ <i>debt equity ratio</i>	0,606	1,650
ATO = <i>Asset turn over</i>	0,821	1,219
PM = <i>Profit Margin</i>	0,770	1,299
SIZE = ukuran perusahaan	0,686	1,458

Sumber : Data Sekunder, diolah

Dari tabel diatas dapat dilihat bahwa nilai *tolerance value* semua variabel berada diatas 0,10 dan nilai *Variance Inflation Factors* (VIF) di bawah 10. Sehingga dapat disimpulkan bahwa tidak terjadi multikolinearitas dalam persamaan regresi berganda.

#### 4.2.1.3 Uji Heteroskedastisitas

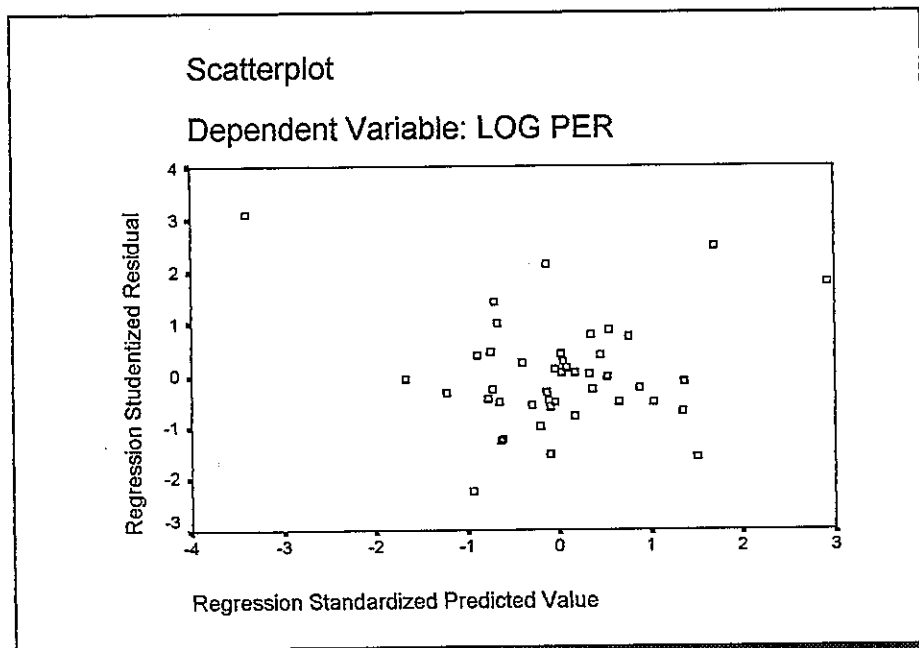
Uji heteroskedastisitas ini bertujuan untuk mengetahui varian variabel dalam model sama (konstan) atau tidak. Jika tidak maka terdapat heteroskedastisitas. Dalam penelitian ini pengujian heteroskedastisitas dilakukan

dengan analisis grafik dan uji *Glejser* (hal ini dilakukan karena data yang digunakan dalam penelitian ini adalah *cross section*)

□ Analisis grafik

Pedoman bahwa suatu model regresi terdapat heteroskedastisitas dengan menggunakan analisis grafik adalah jika ada pola tertentu, seperti titik-titik yang ada membentuk pola tertentu yang teratur (bergelombang, melebar kemudian menyempit), maka mengindikasikan telah terjadi heteroskedastisitas. Tetapi jika tidak ada pola yang jelas, serta titik-titik menyebar di atas dan di bawah angka 0 pada sumbu Y, maka tidak terjadi heteroskedastisitas (Ghozali, 2001). Berikut ini disajikan gambar hasil dari analisis grafik :

Gambar 4.2  
Hasil Analisis Grafik Uji Heteroskedastisitas



Dari gambar diatas dapat dilihat bahwa tidak ada pola tertentu, seperti titik-titik yang ada membentuk pola tertentu yang teratur

(bergelombang, melebar kemudian menyempit), selain itu tidak ada pola yang jelas, serta titik-titik menyebar di atas dan di bawah angka 0 pada sumbu Y, maka dapat disimpulkan tidak terjadi heteroskedastisitas

#### □ Metode *Glejser*

Uji *Glejser* dilakukan dengan meregresikan residual persamaan regresi dengan nilai variabel terikatnya. Menurut Gunawan Sumodiningrat (1996) metode ini lebih tepat digunakan untuk data yang bersifat cross section. Pada uji *Glejser* ini apabila hasilnya signifikan maka dapat dikatakan terjadi heteroskedastisitas (Gunawan Sumodiningrat, 1996; Gujarati, 1995). Gejala heteroskedastisitas akan nampak apabila nilai signifikan t lebih kecil dari taraf signifikansinya (nilai sig t < 0,05) Adapun bentuk persamaan regresi residual dalam uji *Glejser* dalam penelitian ini adalah sebagai berikut :

$$\text{ABSUT} = 0,700 - 0,0154\text{gEPS} + 0,158 \text{LEV} - 0,168 \text{ATO} + 0,159 \text{PM} - 0,0531 \text{SIZE}$$

Prob.	(0,078)	(0,077)	(0,280)	(0,120)	(0,414)
-------	---------	---------	---------	---------	---------

Dari uji *Glejser* yang dilakukan diketahui bahwa nilai probabilitas tidak ada yang lebih kecil dari taraf signifikansi 0,05. Sehingga dapat disimpulkan bahwa tidak ada heteroskedastisitas dalam persamaan regresi.

### 4.2.3 Pengujian Hipotesis

Dari uji asumsi klasik dapat disimpulkan bahwa data yang ada terdistribusi secara normal, tidak terdapat multikolinearitas dan bebas heteroskedastisitas sehingga memenuhi persyaratan untuk melakukan analisis regresi berganda dengan baik.

Dalam melakukan pengujian hipotesis pertama, kedua, ketiga, keempat dan kelima ini, yaitu digunakan pengujian statistik yaitu uji t, untuk melihat tingkat signifikansi tiap koefisien regresi variabel bebas secara individual. Sedangkan untuk pengujian hipotesis keenam ini, digunakan pengujian statistik yaitu uji F, untuk melihat tingkat signifikansi tiap koefisien regresi variabel bebas secara bersama-sama/ simultan. Adapun hasil dari analisis regresi berganda yang dilakukan adalah sebagai berikut:

Tabel 4.6  
Hasil Analisis Regresi Berganda

Variabel Independen	Koefisien Regresi	Nilai t	Signifikansi
Konstanta	1,043	1,682	0,010*
gEPS = pertumbuhan laba	-0,00098	-0,718	0,477
LEV = leverage/ <i>debt equity ratio</i>	-0,377	-2,717	0,010*
ATO = <i>Asset turn over</i>	-0,636	-2,582	0,014*
PM = <i>Profit Margin</i>	-0,620	-3,867	0,000*
SIZE = ukuran perusahaan	0,245	2,375	0,023*

Variabel dependen : P/E

\**significant* pada tingkat kepercayaan 5 %

nilai F sebesar 8,686; nilai sig. = 0,000

R Square sebesar 0,533

Sumber: data sekunder, diolah



Dari Tabel 4.6 tersebut, maka dapat ditulis persamaan regresi linear berganda sebagai berikut:

$$P/E = 1,043 - 0,00098 \text{ gEPS} - 0,377 \text{ LEV} - 0,636 \text{ ATO} - 0,620 \text{ PM} + 0,245 \text{ SIZE}$$

t-test	(1,682)	(-0,718)	(-2,717)	(-2,582)	(-3,867)	(2,375)
sig	(0,010)	(0,477)	(0,010)	(0,014)	(0,000)	(0,023)

Dari Tabel 4.6 dapat dilihat bahwa tidak semua variable bebas yang diteliti berpengaruh secara signifikan terhadap variable terikat.

#### 4.2.3.1 Pengujian Hipotesis Pertama

Dari tabel 4.6 diatas dapat kita lihat bahwa hasil pengujian statistik (uji t) menunjukan hasil yang tidak signifikan pada derajat signifikansi ( $\alpha$ ) = 0,05. Hal ini dapat dilihat pada hasil analisis regresi berganda yang menyatakan bahwa nilai signifikansi sebesar 0,477 yang berarti tidak signifikan pada pada tingkat kepercayaan 5 %. Oleh karena itu hipotesis yang menyatakan bahwa pertumbuhan laba (gEPS) mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap *P/E Ratio* saham perusahaan manufaktur, ditolak. Koefisien regresi variabel gEPS (pertumbuhan laba) bertanda negatif dan besarnya = -0,00098. Makna koefisien regresi variabel gEPS (pertumbuhan laba) yang besarnya = -0,00098, berarti bahwa setiap kenaikan sebesar 1 satuan pada gEPS (pertumbuhan laba) akan menyebabkan *P/E Ratio* turun sebesar 0,00098 satuan, dan sebaliknya. Hasil pengujian statistik (uji t) ini tidak sesuai dengan teori maupun hipotesis yang diajukan.

#### 4.2.3.2 Pengujian Hipotesis Kedua

Dari tabel 4.6 diatas dapat kita lihat bahwa hasil pengujian statistik (uji t) menunjukkan hasil yang signifikan pada derajat signifikansi ( $\alpha$ ) = 0,05. Hal ini dapat dilihat pada hasil analisis regresi berganda yang menyatakan bahwa nilai signifikansi sebesar 0,010 yang berarti signifikan pada tingkat kepercayaan 5 %. Oleh karena itu hipotesis yang menyatakan bahwa *leverage* berpengaruh secara signifikan terhadap P/E Ratio saham perusahaan manufaktur, diterima. Koefisien regresi variabel *leverage* bertanda negatif dan besarnya = -0,377. Makna koefisien regresi variabel *leverage* yang besarnya = -0,377 berarti bahwa setiap kenaikan sebesar 1 satuan pada *leverage* akan menyebabkan *P/E Ratio* turun sebesar 0,377 satuan, dan sebaliknya. Hasil dari pengujian statistik (uji t) ini sesuai dengan teori maupun hipotesis yang diajukan.

#### 4.2.3.3 Pengujian Hipotesis Ketiga

Dari tabel 4.6 diatas dapat kita lihat bahwa hasil pengujian statistik (uji t) menunjukkan hasil yang signifikan pada derajat signifikansi ( $\alpha$ ) = 0,05. Hal ini dapat dilihat pada hasil analisis regresi berganda yang menyatakan bahwa nilai signifikansi sebesar 0,014 yang berarti signifikan pada tingkat kepercayaan 5 %. Oleh karena itu hipotesis yang menyatakan bahwa perputaran aktiva atau ATO (*Asset turn over*) mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap *P/E Ratio* saham perusahaan manufaktur, diterima. Koefisien regresi variabel ATO (*Asset turn over*) bertanda negatif dan besarnya = -0,636. Makna koefisien regresi variabel ATO (*Asset turn over*) yang besarnya = -0,636 berarti bahwa setiap kenaikan sebesar 1 satuan pada *leverage* akan menyebabkan *P/E Ratio* turun

sebesar 0,636 satuan, dan sebaliknya. Hasil dari pengujian statistik (uji t) ini sesuai dengan teori maupun hipotesis yang diajukan, namun tanda negatif dari koefisien regresi variabel ATO tidak sesuai dengan teori.

#### 4.2.3.4 Pengujian Hipotesis Keempat

Dari tabel 4.6 diatas dapat kita lihat bahwa hasil pengujian statistik (uji t) menunjukkan hasil yang signifikan pada derajat signifikansi ( $\alpha$ ) = 0,05. Hal ini dapat dilihat pada hasil analisis regresi berganda yang menyatakan bahwa nilai signifikansi sebesar 0,000 yang berarti signifikan pada tingkat kepercayaan 5 %. Oleh karena itu hipotesis yang menyatakan bahwa *profit margin* (PM) mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap *P/E Ratio* saham perusahaan manufaktur, diterima. Koefisien regresi variabel PM (*Profit Margin*) bertanda negatif dan besarnya = -0,620. Makna koefisien regresi variabel PM (*Profit Margin*) yang besarnya = -0,620, berarti bahwa setiap kenaikan sebesar 1 satuan pada PM (*Profit Margin*) akan menyebabkan *P/E Ratio* turun sebesar 0,620 satuan, dan sebaliknya. Hasil dari pengujian statistik (uji t) ini sesuai dengan teori maupun hipotesis yang diajukan, namun tanda negatif dari koefisien regresi variabel PM tidak sesuai dengan teori.

#### 4.2.3.5 Pengujian Hipotesis Kelima

Dari tabel 4.6 diatas dapat kita lihat bahwa hasil pengujian statistik (uji t) menunjukkan hasil yang signifikan pada derajat signifikansi ( $\alpha$ ) = 0,05. Hal ini dapat dilihat pada hasil analisis regresi berganda yang menyatakan bahwa nilai signifikansi sebesar 0,023 yang berarti signifikan pada tingkat kepercayaan

5 %. Oleh karena itu hipotesis yang menyatakan bahwa ukuran perusahaan (SIZE) mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap *P/E Ratio* saham perusahaan manufaktur, diterima. Koefisien regresi variabel SIZE (ukuran perusahaan) bertanda negatif dan besarnya = 0,245. Makna koefisien regresi variabel SIZE (ukuran perusahaan) yang besarnya = 0,245 berarti bahwa setiap kenaikan sebesar 1 satuan pada SIZE (ukuran perusahaan) akan menyebabkan perubahan yang searah *P/E Ratio* sebesar 0,245 satuan. Hasil dari pengujian statistik (uji t) ini sesuai dengan teori maupun hipotesis yang diajukan.

#### 4.2.3.6 Pengujian Hipotesis Keenam

Adapun hasil dari pengujian statistik yaitu uji F yang dilakukan adalah nilai F sebesar 8,686 dan nilai signifikansi sebesar 0,000. Hal ini berarti bahwa persamaan regresi berganda pada penelitian ini adalah signifikan, artinya variabel-variabel bebas merupakan faktor penjelas nyata bagi variasi dalam variabel terikat karena nilai F sebesar 8,686 dan nilai sig. = 0,000 yang signifikan pada tingkat kepercayaan 5%. Pengujian statistik (uji F) ini menunjukkan bahwa hipotesis yang menyatakan pertumbuhan laba, *profit margin*, *leverage*, perputaran aktiva, ukuran perusahaan secara bersama-sama/ simultan mempunyai pengaruh yang signifikan kepada *P/E Ratio* saham perusahaan manufaktur, diterima. Sehingga dapat disimpulkan bahwa semua variabel bebas secara bersama-sama mempengaruhi variabel terikat.

### 4.3 Pembahasan

Dari hasil perhitungan dapat dilihat bahwa kemampuan persamaan regresi berganda untuk menjelaskan tingkat penjelasan model terhadap variabel terikat adalah sebesar 53,3%, sementara 46,7% dijelaskan oleh variabel lain yang tidak dipergunakan dalam persamaan regresi ini. Pada persamaan regresi berganda dengan data cross section bilamana dapat mencapai nilai  $R^2$  diantara 0,4 – 0,6 maka nilai tersebut dapat dikatakan tergolong tinggi (Rietveld, 1991). Sehingga dengan melihat besarnya ini  $R^2$  yang berada pada rentang 0,4 – 0,6 tersebut, maka persamaan regresi ini dapat dikatakan baik, karena memiliki kemampuan yang baik di dalam menjelaskan besarnya perubahan dari P/E Ratio saham perusahaan manufaktur dapat dijelaskan oleh variabel bebas di dalam model.

#### 4.3.1 Variabel gEPS (Pertumbuhan Laba)

Hasil pengujian statistik (uji t) menunjukkan bahwa variabel gEPS (pertumbuhan laba) tidak berpengaruh secara signifikan terhadap *P/E Ratio*. Temuan ini konsisten dengan temuan Akhmad Rizqoni (1995), Kaziba A. Mpataa dan Agus Sartono (1997), Agus Sartono dan Misbahul Munir (1997) dan Marwan Asri dan Anton N. Heveadi (1999) yang juga menemukan bahwa pertumbuhan laba mempunyai pengaruh yang tidak signifikan kepada *P/E Ratio*. Hasil ini menunjukkan kemungkinan pandangan atau persepsi dan juga karakteristik investor yang acuh terhadap pertumbuhan laba. Investor mungkin lebih memperhatikan peluang pertumbuhan perusahaan daripada pertumbuhan laba. Menurut Damodaran (1991) dalam kaitannya dengan persepsi investor terhadap

tingkat pertumbuhan ini, investor selama ini secara konsisten menaruh harapan terlalu tinggi terhadap nilai dari suatu pertumbuhan sehingga investor hanya memperhatikan saham-saham dengan tingkat pertumbuhan tinggi yang berarti *P/E ratio* tinggi daripada saham-saham dengan tingkat pertumbuhan stabil. Kemungkinan lainnya adalah bahwa investor lebih memperhatikan harga saham yaitu dengan mengamati perubahan harga saham di waktu yang lalu daripada memperhatikan faktor fundamental seperti pertumbuhan laba.

Selain hal tersebut diatas, hasil yang tidak sesuai dengan teori/ hipotesis yang diajukan mungkin disebabkan oleh perubahan selera pasar (Elton dan Gruber, 1995). Perubahan selera pasar maupun kondisi dan situasi di pasar modal selalu berubah sewaktu-waktu, seringkali cepat dan perubahannya drastis. Hal ini didukung oleh penelitian dari Gruber (1971, dalam Asri dan Heveadi, 1999) yang membuktikan bahwa pengaruh dari deviden, pertumbuhan, dan tiga variabel resiko (*instabilitas earning, financial leverage, dan size*) terhadap harga selalu berubah dari tahun ke tahun. Hal ini didukung pula dalam penelitian yang dilakukan oleh Asri dan Heveadi (1999) dimana temuannya adalah masing-masing model yang dikembangkan untuk periode waktu yang berbeda dengan sampel dan metode yang sama, memberikan hasil yang berbeda.

#### **4.3.2 Variabel *Leverage***

Untuk variabel *leverage* ternyata dari hasil pengujian statistik (uji t), berpengaruh signifikan terhadap *P/E Ratio*. Simbol/ tanda variabel *leverage* ini bertanda seperti yang diharapkan dan sesuai dengan teori yaitu negatif. Temuan ini konsisten dengan temuan Akhmad Rizqoni (1995), Kaziba A. Mpataa dan Agus

Sartono (1997). Hal ini menandakan karakteristik investor yang umumnya kurang menyukai resiko (*risk averter*), dimana bagi investor leverage merupakan proxy dari resiko finansial, karena leverage merupakan penggunaan dana yang disertai dengan beban tetap. Sehingga semakin besar *leverage* maka semakin besar beban biaya bunga yang harus dibayar. Yang berarti semakin besar risikonya, sehingga akan menurunkan *P/E Ratio*. Sedangkan pada penelitian Agus Sartono dan Misbahul Munir (1997) juga menunjukkan bahwa *leverage* mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap *P/E Ratio*. Tetapi koefisien variabel *leverage* mempunyai tanda positif yang juga sesuai dengan teori. Hal ini berarti bahwa peluang pertumbuhan perusahaan dianggap cukup tinggi, sehingga penambahan hutang dan proporsi hutang pada struktur dana akan memberikan gains from leverage dan meningkatkan pertumbuhan. Kepercayaan para pemodal mungkin lebih tinggi pada perusahaan dengan *leverage* yang relatif besar, umumnya ada pada perusahaan besar dan bonafid, sehingga akan membuat naiknya *P/E Ratio*.

#### **4.3.3 Variabel ATO (*Asset turn over*) dan PM (*Profit Margin*)**

Sedangkan untuk variabel ATO (*Asset turn over*) dan PM (*Profit Margin*) berpengaruh secara signifikan terhadap *P/E Ratio*. Tanda negatif dari koefisien regresi pada kedua variabel ini tidak sesuai dengan ketentuan teori bahwa perubahan pada ATO dan PM akan menyebabkan perubahan yang searah pada *P/E Ratio*. Ada beberapa alasan yang kemungkinan melatarbelakangi fenomena ini. Menurut Elton dan Gruber (1995), hasil yang tidak sesuai dengan teori/hipotesis yang diajukan terutama arah hubungan dari beberapa variabel mungkin disebabkan oleh perubahan selera pasar. Perubahan selera pasar maupun kondisi

dan situasi di pasar modal ini selalu berubah sewaktu-waktu, seringkali cepat dan perubahannya drastis. Penelitian dari Gruber (1971, dalam Asri dan Heveadi, 1999) membuktikan bahwa pengaruh dari deviden, pertumbuhan, dan tiga variabel resiko (*instabilitas earning, financial leverage, dan size*) terhadap harga selalu berubah dari tahun ke tahun. Kemudian dari penelitian yang dilakukan oleh Marwan Asri dan Anton N. Heveadi (1999) juga mendukung akan hal ini, dimana temuannya adalah bahwa masing-masing model yang dikembangkan untuk periode waktu yang berbeda dengan sampel dan metode yang sama, memberikan hasil yang berbeda.

Alasan kedua yang dapat menjelaskan fenomena ini adalah kaitannya dengan efisiensi pasar modal. Di dalam pasar modal, informasi merupakan faktor penting yang menjadi dasar dalam investasi saham. Informasi yang diserap dan dimanfaatkan secara efisien hanya terjadi pada pasar modal dalam bentuk yang paling efisien (Damodaran, 1991). Pasar modal yang efisien secara kenyataan hampir tidak dapat dipenuhi, semua pasar modal berada di bawah tingkat efisiensi sempurna. Ketidakefisienan ini terjadi secara terus menerus dan cenderung tetap ada sepanjang waktu dan juga bersifat stabil. Oleh karena akibat dari sebagian investor yang tidak mempunyai akses informasi yang akurat mengenai emiten, khususnya informasi mengenai kedua faktor yang mempengaruhi *P/E ratio*, yaitu dalam penelitian ini adalah *ATO (asset turn over)* dan *PM (profit margin)*, tetapi di lain pihak ada juga investor yang bisa mendapatkan informasi lengkap emiten tersebut, sehingga terjadi ketidakmerataan dalam penyerapan informasi ini menyebabkan adanya informasi biasa dan informasi eksklusif ataupun informasi bias dan informasi akurat di



kalangan investor. Hal ini mempengaruhi penilaian investasi dan keputusan investasi dari investor, sehingga akibatnya tindakan tersebut ikut mempengaruhi harga saham dan nilai *P/E ratio*. Kondisi ini merupakan salah satu pembuktian dari suatu tingkat efisiensi pasar modal yang masih belum kuat (Levy dan Sarnat, 1984).

Alasan lainnya adalah jika *P/E ratio* lebih mencerminkan sentimen dan persepsi pasar, sehingga jika seorang investor tertarik pada suatu saham tertentu, maka *P/E ratio* dari saham ini akan menjadi lebih tinggi akibat dari optimis pasar. Dalam melakukan analisis *P/E ratio* sangat berkaitan dengan komponen-komponen pembentuk *P/E ratio*. Setiap perubahan dari faktor-faktor tersebut akan memberi dampak terhadap perilaku investor, investor akan segera merespon dengan cepat setiap perubahan tersebut dengan segera menjual atau membeli saham tersebut. Dengan cara demikian harga saham dipastikan akan berubah dan akhirnya *P/E ratio* dari saham tersebut juga akan berubah. Sehingga setiap perubahan dari ATO (*asset turn over*) dan PM (*profit margin*) akan berpengaruh terhadap perubahan harga saham dan perubahan *P/E ratio*-nya. Perubahan harga yang terjadi sebenarnya tergantung dari prediksi investor terhadap faktor-faktor penentu *P/E ratio*, yang didasarkan dari informasi yang diperoleh oleh investor. Apabila ternyata pengaruh faktor-faktor tersebut terhadap kenaikan *P/E ratio* lebih besar dari yang dipersepsikan, maka yang terjadi adalah harga saham terlalu dinilai kurang (*undervalued*), dalam arti harga saham yang terbentuk di pasar dinilai lebih kecil dari harga seharusnya, dan akhirnya berakibat pada *P/E ratio* yang terbentuk, akan lebih kecil atau *undervalued* bila dibanding *P/E ratio* yang seharusnya atau *intrinsic value*.

Dengan demikian sangatlah penting arti persepsi investor tersebut terhadap faktor-faktor penentu *P/E ratio*.

#### **4.3.4 Variabel SIZE (Ukuran Perusahaan)**

Variabel SIZE - (ukuran perusahaan) berpengaruh secara signifikan terhadap *P/E Ratio*. Tanda positif ini sesuai dengan ketentuan teori bahwa perubahan pada SIZE akan menyebabkan perubahan yang searah pada *P/E Ratio*. Temuan ini konsisten dengan temuan Akhmad Rizqoni (1995), Kaziba A. Mpataa dan Agus Sartono (1997) dan Agus Sartono dan Misbahul Munir (1997) yang juga menemukan bahwa SIZE (ukuran perusahaan) merupakan faktor yang signifikan berpengaruh terhadap *P/E Ratio*. Para investor/ pemilik saham perusahaan manufaktur di Indonesia ternyata cenderung atau memperhatikan ukuran perusahaan. Hal ini sehubungan dengan masalah resiko yang dipandang para investor semakin tinggi bilamana ukuran perusahaan semakin kecil. Para investor akan semakin aman memiliki saham perusahaan yang berukuran besar. Hal ini menunjukkan karakteristik para investor di Indonesia yang umumnya kurang menyukai atau menghindari akan resiko (*risk averter*).

## BAB V

### KESIMPULAN DAN IMPLIKASI KEBIJAKAN

#### 5.1 Kesimpulan

Berdasarkan hasil analisis data dan pembahasan yang telah dikemukakan pada bab IV, dapat ditarik beberapa kesimpulan sebagai berikut:

1. Data yang dipergunakan dalam penelitian ini terdistribusi normal, tidak terdapat multikolinearitas dan bebas heteroskedistisitas.
2. Hasil pengujian hipotesis dengan menggunakan analisis regresi berganda dengan variabel dependen *P/E Ratio* dan 5 buah variabel bebas yaitu pertumbuhan laba, *leverage*, perputaran aktiva, *profit margin*, dan ukuran perusahaan menunjukkan bahwa :
  - a. Hipotesa ke 1 yang menyatakan bahwa pertumbuhan laba mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap *P/E Ratio* saham perusahaan manufaktur tidak dapat diterima (ditolak). Hal ini berarti bahwa pertumbuhan laba mempunyai pengaruh yang tidak signifikan terhadap *P/E Ratio* saham perusahaan manufaktur.
  - b. Hipotesa ke 2 yang menyatakan bahwa *leverage* mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap *P/E Ratio* saham perusahaan manufaktur dapat diterima.
  - c. Hipotesa ke 3 yang menyatakan bahwa perputaran aktiva mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap *P/E Ratio* saham perusahaan manufaktur dapat diterima.

- d. Hipotesa ke 4 yang menyatakan bahwa *profit margin* mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap *P/E Ratio* saham perusahaan manufaktur dapat diterima.
- e. Hipotesa ke 5 yang menyatakan bahwa ukuran perusahaan mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap *P/E Ratio* saham perusahaan manufaktur dapat diterima.
- f. Hipotesa ke 6 yang menyatakan bahwa pertumbuhan laba, *profit margin*, *leverage*, perputaran aktiva, ukuran perusahaan secara bersama-sama/ simultan mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap *P/E Ratio* saham perusahaan manufaktur dapat diterima.

Sehingga dapat disimpulkan bahwa tidak semua variabel bebas yang diteliti berpengaruh secara signifikan terhadap variabel terikat. Hanya ada 4 variabel bebas saja yang berpengaruh signifikan pada tingkat kepercayaan 5% terhadap *P/E Ratio*. Variabel bebas tersebut adalah *profit margin*, *leverage*, perputaran aktiva, ukuran perusahaan. Dan semua variabel bebas tersebut secara bersama-sama mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap *P/E Ratio*, atau dapat disimpulkan bahwa variabel-variabel bebas merupakan faktor penjelas nyata bagi variasi dalam variabel terikat.

3. Nilai koefisien determinasi ( $R^2$ ) persamaan regresi berganda pada penelitian adalah sebesar 53,3% yang menunjukkan bahwa 53,3 % perubahan *P/E Ratio* dapat dijelaskan oleh variabel bebas di dalam model,

sementara 46,7% dijelaskan oleh variabel lain yang tidak digunakan dalam model ini.

## 5.2 Implikasi Hasil Penelitian

Hasil penelitian menunjukkan bahwa variabel *profit margin*, *leverage*, perputaran aktiva, ukuran perusahaan mempunyai pengaruh signifikan terhadap *P/E Ratio* saham perusahaan manufaktur. Oleh karena itu sebelum mengambil suatu keputusan untuk melakukan investasi, maka investor hendaknya memperhatikan *profit margin*, *leverage*, perputaran aktiva, ukuran perusahaan dari saham perusahaan emiten yang akan dibeli.

Variabel *profit margin*, *leverage*, perputaran aktiva, ukuran perusahaan signifikan berpengaruh terhadap *P/E Ratio* saham perusahaan manufaktur dan dapat dinyatakan sebagai variabel strategis yang memungkinkan untuk dikendalikan serta dapat dijadikan bahan pertimbangan kebijakan manajemen perusahaan di dalam mempertahankan dan meningkatkan nilai perusahaannya.

## 5.3 Keterbatasan Penelitian

Adapun keterbatasan-keterbatasan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Pada penelitian ini hanya menggunakan periode penelitian yang relatif pendek yaitu tahun 1999.
2. Obyek penelitian pada penelitian ini hanya pada perusahaan manufaktur.

3. Variabel-variabel bebas yang digunakan pada penelitian ini terbatas hanya pada pertumbuhan laba, *leverage*, perputaran aktiva, *profit margin*, dan ukuran perusahaan.

#### 5.4 Saran

Adapun saran-saran yang dapat diberikan melalui hasil temuan ini adalah sebagai berikut:

1. Untuk penelitian lebih lanjut, disarankan untuk melakukan pengamatan dan evaluasi berkelanjutan pada periode selanjutnya dan dengan periode waktu dimana kondisi perekonomian stabil sehingga keakuratan pengujian dapat ditingkatkan serta dapat menghasilkan kesimpulan hasil penelitian yang lebih baik.
2. Untuk penelitian lebih lanjut, disarankan untuk melakukan penelitian dengan obyek penelitian yang berbeda selain pada perusahaan manufaktur. Sehingga diharapkan dapat menghasilkan kesimpulan hasil penelitian yang berbeda yang dapat digunakan sebagai pertimbangan investor dalam melakukan suatu investasi di luar industri perusahaan manufaktur.
3. Mengingat nilai koefisien determinasi ( $R^2$ ) adalah sebesar 53,3% yang menunjukkan bahwa kemampuan untuk menjelaskan besarnya variasi dalam variabel terikat adalah 53,3 %, sementara 46,7% dijelaskan oleh variabel lain yang tidak digunakan dalam persamaan regresi ini. Maka disarankan untuk penelitian dimasa mendatang dilakukan kajian lebih

lanjut dengan memasukan variabel-variabel bebas tambahan lainnya yang dapat memperjelas faktor-faktor yang berpengaruh pada *P/E Ratio*.

## DAFTAR PUSTAKA

- Algifari, 1997, **Analisis Regresi : Teori, Kasus, dan Solusi, Edisi Pertama**, BPFE, Yogyakarta
- Arief, Sritua, 1993, **Metodologi Penelitian Ekonomi**, Universitas Indonesia Press, Cetakan pertama
- Arsyad, Lincolin, 1993, **Peramalan Bisnis**, Edisi Pertama, BPFE UGM
- Asri S. W, Marwan dan Anton N. Heveadi, 1999, *Price Earning Ratio Model Consistency : Evidence From Jakarta Stock Exchange*, **Gajah Mada International Journal of Business**, September, Vol. 1, No. 2
- Akhmad Rizqoni, 1995, Analisa faktor-faktor yang mempengaruhi Price Earning Ratio (Studi pada pasar modal Indonesia) periode : 1992-1993, **Thesis**, Pasca-Sarjana Unair
- Brealey R. A. dan S. C. Myers, 1991 **Principles of Corporate Finance**, New York, McGraw-Hill, Inc., fourth edition
- Block, B. Stanley., 1987, **Foundation of Financial Management**, Homewood Illinois, fourth Edition
- Brigham, Eugene F. dan Gapenski, Louis C., 1993, **Intermediate Financial Management**, Orlando, The Dryden Press, fourth Edition
- Constand, Richard L., Freitas, L. P., dan Sullivan, M. J., 1991, *Factor Affecting Price Earning Ratio and Market Values of Japanese Firms*, **journal of Financial Management Association**, Vol. 20, No. 4 Winter
- Damodaran, Aswath, 1996, **Investment Valuation**, Jhon Willey & Sons
- Elton, Edwin J., dan Gruber, Martin J., 1991, **Modern Portfolio and Investment Analysis**, Singapore. Jhon Willey & Sons, Fourth Edition



- Foster, G., 1986, ***Financial Statement Analysis***, Prentice Hall
- Frankel, James A., 1991, ***The Japanese Cost of Finance : A Survey, The Financial Management***, Spring
- French, Karl R. dan Poterba, James M., 1991, *Were Japanese Stock Price too high ?*, ***Journal of Financial Economic***, October
- Fuller, Russel F. dan Farrel, James L. Jr., 1987, ***Modern Investment and Security Analysis***, Singapore, McGraw Hill, first printing
- Ghozali, Imam, 2001, ***Apilikasi Analisis Multivariate Dengan Program SPSS***, Badan Penerbit UNDIP, Semarang
- Gujarati, Damodar N., 1995, ***Basic Econometrics***, Third Edition, Mc. Graw-Hill International Edition
- Hair, Jr., R.E. Anderson, R. Tatham dan Balcak W., 1995, ***Multivariate Data Analysis With Readings***, Prentice Hall, Englewood Cliff, New Jersey
- Indonesian Capital Market Directory***, 2000, *Institute For Economic and Financial Research*.
- Jogiyanto, 1998, ***Teori Portofolio dan Analisis Investasi***, edisi pertama, BPFE, Yogyakarta
- Jones, Charles P., 1991, ***Investment Analysis & Management***, Fifth Edition, Jhon & Wiley Sons, Inc., North Carolina
- Levy, H., & Sarnat, M, 1984, ***Portofolio and Investment Selection : Theory and Practice***, New York : Prentice Hall
- Mpaata, Kaziba A. dan Agus Sartono, 1997, *Factor Determining Price-Earning (P/E) Ratio*, ***Kelola***, No.15/VI

- Ou, Jane A. dan Penman, Stephen H., 1989, *Financial Statement Analysis and The Prediction of stock returns*, **Journal of Accounting and Economics**, 11
- Santoso, Singgih, 2000, **Buku Latihan SPSS Statistik Parametrik**, PT. Elex Media Komputindo, Gramedia, Jakarta
- Sartono, Agus dan Misbahul Munir, 1997, Pengaruh Kategori Industri Terhadap Price Earning (P/E) Ratio dan Faktor-Faktor Penentunya, **Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia**, Vol. 12, No. 3
- Shapiro, Jhon E., 1992, **Multinational Financial Management**, Massachusets, Allyn and bacon, fourth edition
- Sumodiningkrat, Gunawan, 1996, **Ekonometrika, Pengantar**, Badan Penerbit, Fakultas Ekonomi UGM, Yogyakarta
- Van Horn, J. C., and Machowitz, Jr., 1992, **Fundamental of Financial Management**, 8<sup>th</sup> ed, Prentice Hall, Inc, New Jersey
- Wittink, Dick R., 1998, **The Application of Regression Analysis**, Allyn and Bacon, Inc, Massachusets